



T.C.
BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI

**ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİNDE PARA
POLİTİKASI UYGULAMALARI VE FİNANSAL
İSTİKRAR: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

Kanan KHASIYEV

BURSA-2019



T.C.
BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI

ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNDE
PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI VE FİNANSAL
İSTİKRAR: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

Kanan KHASIYEV

Danışman:

Dr. Öğr. Üyesi Filiz ERYILMAZ

BURSA-2019

T. C.

BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

İktisat Anabilim Dalı, İktisat Politikası Bilim Dalı'nda 701511036 numaralı Kanan KHASIYEV'in hazırladığı "Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Para Politikası Uygulamaları ve Finansal İstikrar: Türkiye Örneği" konulu Yüksek Lisans ile ilgili tez savunma sınavı, 23./08/2019 günü 14:00-15:00 saatleri arasında yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin/çalışmasının başarılı (başarılı / başarısız) olduğuna oybirliği (oybirliği / oy çokluğu) ile karar verilmiştir.

Üye (Tez Danışmanı ve Sınav Komisyonu

Üye

Başkanı)

Akademik Unvanı, Adı Soyadı

Akademik Unvanı, Adı Soyadı

Üniversitesi

Üniversitesi

Dr. Öğr. Üyesi Filiz Ergülmez

Dr. Öğr. Üyesi Derya Yılmaz

Üye

Akademik Unvanı, Adı Soyadı

Üniversitesi

Doç. Dr. Halal Yıldırım Keser

23./08./2019

BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI BAŞKANLIĞI'NA

Tarih: 19/08/2019

Tez Başlığı / Konusu: Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Para Politikası Uygulamaları ve Finansal İstikrar: Türkiye Örneği / Çalışmada, Türkiye’de 2010 yılından itibaren uygulanan esnek enflasyon hedeflemesi politikasının etkinliği ve finansal istikrarın enflasyon hedeflemesi stratejisindeki yeri araştırılmaktadır.

Yukarıda başlığı gösterilen tez çalışmamın a) Kapak sayfası, b) Giriş, c) Ana bölümler ve d) Sonuç kısımlarından oluşan toplam 99 sayfalık kısmına ilişkin, 19/08/2019 tarihinde şahsım tarafından *turnitin* adlı intihal tespit programından (Turnitin)* aşağıda belirtilen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan özgünlük raporuna göre, tezimin benzerlik oranı % 12 ‘dir.

Uygulanan filtrelemeler:

- 1- Kaynakça hariç
- 2- Alıntılar hariç/dahil
- 3- 5 kelimedenden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç

Bursa Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Çalışması Özgünlük Raporu Alınması ve Kullanılması Uygulama Esasları’nı inceledim ve bu Uygulama Esasları’nda belirtilen azami benzerlik oranlarına göre tez çalışmamın herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Gereğini saygılarımla arz ederim.

Tarih ve İmza

19.08.2019



Adı Soyadı: Kanan KHASIYEV
Öğrenci No: 701511036
Anabilim Dalı: İktisat
Programı: Tezli Yüksek Lisans
Statüsü: Y.Lisans Doktora

Danışman

(Adı, Soyad, Tarih)

Dr. Öğretim Üyesi Filiz ERYILMAZ, 19.08.2019



Yemin Metni

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum “Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Para Politikası Uygulamaları ve Finansal İstikrar: Türkiye Örneği” başlıklı çalışmanın bilimsel araştırma, yazma ve etik kurallarına uygun olarak tarafımdan yazıldığına ve tezde yapılan bütün alıntıların kaynaklarının usulüne uygun olarak gösterildiğine, tezimde intihal ürünü cümle veya paragraflar bulunmadığına şerefim üzerine yemin ederim.

Tarih ve İmza

19.08.2019



Adı Soyadı: Kanan KHASIYEV

Öğrenci No: 701511036

Anabilim Dalı: İktisat Anabilim Dalı

Programı: İktisat

Statüsü: Yüksek Lisans

ÖZET

Yazar Adı ve Soyadı : Kanan KHASIYEV

Üniversite : Uludağ Üniversitesi

Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü

Anabilim Dalı : İktisat

Bilim Dalı : İktisat Politikası

Tezin Niteliği : Yüksek Lisans Tezi

Sayfa Sayısı : IX+95

Mezuniyet Tarihi :

Tez Danışmanı : Dr. Öğr. Üyesi Filiz ERYILMAZ

ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNDE PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI VE FİNANSAL İSTİKRAR: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Türkiye’de enflasyon hedeflemesi politikası 2002 yılından itibaren uygulanmaya başlanmıştır. 2008 küresel krize kadar uygulanan klasik enflasyon hedeflenmesi döneminde TCMB, para politikası aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanarak fiyat istikrarının sağlanmasını amaçlamıştır. Küresel krizin ardından TCMB finansal istikrarın sağlanması görevini de üstlenmiş, bu doğrultuda çeşitli politika değişiklikleri yapılmıştır. Ardından zorunlu karşılık oranları, rezerv opsiyon mekanizması ve faiz koridoru gibi yeni politika araçlarının da kullanımına başlanmıştır. Bu bağlamda bu tezin amacı, Türkiye’de 2010 yılından itibaren uygulanan esnek enflasyon hedeflemesi politikasının etkinliğini araştırmaktır. Ayrıca tezin ampirik bölümünde 2002:1-2019:3 tarihleri arasında enflasyon ve enflasyonla ilişkili olduğu düşünülen değişkenler arasındaki ilişki VAR modeli kullanılarak incelenmiştir. Analizin sonuçları esnek enflasyon hedeflemesinin Türkiye için doğru bir politika uygulaması olduğunu göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Finansal İstikrar, Fiyat İstikrarı, Enflasyon Hedeflemesi

ABSTRACT

Name and Surname : Kanan KHASIYEV

University : Uludag University

Institution : Social Science Institution

Field : Economics

Branch : Economic Policy

Degree Awarded : Master

Page Number : IX+95

Degree Date :

Supervisor : Dr. Öğr. Üyesi Filiz ERYILMAZ

MONETARY POLICY APPLICATIONS IN THE INFLATION TARGETING STRATEGY AND FINANCIAL STABILITY: THE CASE OF TURKEY

Inflation targeting policy has been implemented in Turkey since 2002. During the classical inflation targeting period implemented until the 2008 global crisis, the CBRT aimed at achieving price stability by using short-term interest rates as a monetary policy instrument. Following the global crisis, the CBRT also undertook the task of ensuring financial stability and made various policy changes in this direction. Then, new policy instruments such as reserve requirement ratios, reserve option mechanism and interest rate corridor were introduced. In this context, the aim of this thesis was to investigate the efficacy of flexible inflation targeting policy implemented since 2010 in Turkey. Furthermore, in the empirical part of the thesis, the relationship between inflation and the variables that are thought to be related to inflation has been examined by using VAR model for 2002:1-2019:3 date range. Results of the analysis show that it is a correct policy implementation for Turkey of flexible inflation targeting.

Keywords: Financial Stability, Price Stability, Inflation Targeting

ÖNSÖZ

Tez yazım sürecimin her aşamasında benden desteğini, yardımını ve değerli fikirlerini esirgemeyen tez danışmanım Dr. Öğr. Üyesi Filiz ERYILMAZ'a, bu süreçte sabır ve anlayışla beni destekleyen ve bugünlere gelmemde büyük emeği olan sevgili aileme teşekkür ediyorum. Ayrıca karşılaştığım her zorlukta yanımda olan ve beni motive eden arkadaşım Melike TÜRK'e teşekkürlerimi sunuyorum.

Kanan KHASIYEV

Ağustos 2019, BURSA

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	i
ABSTRACT.....	ii
ÖNSÖZ.....	iii
İÇİNDEKİLER.....	iv
TABLolar.....	vii
ŞEKİLLER.....	viii
KISALTMALAR.....	ix
GİRİŞ	1

BÖLÜM I

PARA POLİTİKASININ EVRİMİ: ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNDE FİNANSAL İSTİKRAR

1. FİYAT İSTİKRARI VE FİNANSAL İSTİKRAR.....	3
1.1. Fiyat İstikrarı.....	3
1.2. Finansal İstikrar	5
1.2.1. Finansal İstikrarın Tanımlanmasındaki Temel Prensipler.....	5
1.2.2. İktisat Yazınında Finansal İstikrara İlişkin Yapılan Tanımlar.....	6
2. FİNANSAL İSTİKRAR VE PARA POLİTİKASI İLİŞKİSİ.....	8
2.1. Finansal İstikrarın Sağlanması.....	8
2.1.1. Finansal İstikrarın Sağlanmasındaki Temel Zorluklar.....	9
2.1.2. Finansal İstikrarı Olumsuz Etkileyen Temel Faktörler.....	9
2.1.3. Fiyat İstikrarının Finansal İstikrarlılığın Sağlanmasında Yeterliliği.....	12
2.2. Finansal İstikrar ve Merkez Bankaları.....	14
2.2.1. Finansal İstikrar Hedefinin Merkez Bankalarının Sorumluluğunda Olma Nedenleri.....	15
2.2.2. Merkez Bankalarının Para Politikası Tercihi.....	17
3. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN YAPISI, ÖZELLİKLERİ VE FİNANSAL İSTİKRARLA İLİŞKİSİ.....	18
3.1. Enflasyon Hedeflenmesi Stratejisinin Tanımlanması ve Avantajları.....	19

3.2. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisini Uygulayan Ülkeler ve Uygulama Sonuçları.....	20
3.3. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Temel Koşulları ve Finansal İstikrar Arasındaki İlişki.....	22
3.3.1. Güçlü Finansal Piyasaların Enflasyon Hedeflemesi Stratejisindeki ve Finansal İstikrarın Sağlanmasındaki Önemi.....	23
3.3.2. Merkez Bankası Bağımsızlığı ve Finansal İstikrar.....	25
3.3.3. Hesap Verebilirlik, Şeffaflık ve Finansal İstikrar.....	28
3.3.4. Dalgalı Kur Rejiminin Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Başarısı ve Finansal İstikrarın Sağlanması Açısından Önemi.....	33

BÖLÜM II

TCMB’NİN ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ ÇERÇEVESİNDE UYGULADIĞI POLİTİKALAR

1. KÜRESEL KRİZ ÖNCESİ TCMB’NİN YAPISI VE POLİTİKA UYGULAMALARI.....	38
1.1. TCMB’nin Kuruluşundan 2001 Yılına Kadarki Dönem.....	38
1.2. 2001-2005 Örtük Enflasyon Hedeflemesi Dönemi.....	40
1.3. 2006-2010 Açık Enflasyon Hedeflemesi Dönemi: 2008 Krizi İle Mücadele...42	
2. KÜRESEL KRİZ SONRASI TCMB’NİN UYGULADIĞI FİNANSAL İSTİKRAR POLİTİKALARI: ESNEK ENFLASYON HEDEFLEMESİ DÖNEMİ.....	45
2.1. Esnek Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Kullanılan Politika Araçları ve Aktarım Mekanizması.....	46
2.1.1. Aktarım Mekanizmaları: Kredi ve Döviz Kuru Kanalı.....	46
2.1.2. Faiz Koridoru.....	47
2.1.2.1. Faiz Koridorunun Kredi Kanalı Üzerinden Piyasaya Etkisi.....	51
2.1.2.2. Faiz Koridorunun Döviz Kuru Kanalı Üzerinden Piyasaya Etkisi...52	
2.1.3. Zorunlu Karşılıklar.....	52
2.1.3.1. Zorunlu Karşılıkların Maliyet Kanalı Üzerinden Piyasaya Etkisi...54	
2.1.3.2. Zorunlu Karşılıkların Likidite Kanalı Üzerinden Piyasaya Etkisi...56	
2.1.4. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM).....	57
2.2. Esnek Enflasyon Hedeflemesi Döneminde TCMB’nin Politika Yolu.....	62
2.2.1. Kasım 2010-Ağustos 2011 Döneminde TCMB’nin Yürüttüğü Para ve Kur Politikaları.....	62

2.2.2. Ağustos 2011-Mayıs 2013 Döneminde TCMB'nin Yürüttüğü Para ve Kur Politikaları.....	65
2.2.3. Mayıs 2013-Aralık 2015 Döneminde TCMB'nin Yürüttüğü Para ve Kur Politikaları.....	67

BÖLÜM III

ENFLASYON HEDEFLEMESİ BAĞLAMINDA FİNANSAL İSTİKRAR: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

1. VERİ VE EKONOMETRİK YÖNTEM.....	69
1.1. Birim Kök Testi.....	69
1.2. VAR Analizi.....	71
1.2.1. Etki Tepki Fonksiyonları.....	72
1.2.2. Varyans Ayrıştırması.....	73
2. ANALİZ SONUÇLARI.....	73
2.1. Birim Kök Testi Sonuçları.....	73
2.2. Var Modeli Sonuçları.....	75
2.3. Etki-Tepki Analizi Sonuçları.....	79
2.4. Varyans Ayrıştırması Sonuçları.....	81
SONUÇ.....	85
KAYNAKÇA.....	88

TABLULAR

Sayfa No

Tablo 1 Enflasyon Hedeflemesi Rejimine Geçiş Yapan Ülkeler ve Uygulama Sonuçları.....	.21
Tablo 2 2002-2005 yılları Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları.....	41
Tablo 3 Değişkenlerin Tanımlanması.....	69
Tablo 4 R Birim Kök Testi Sonuçları.....	73
Tablo 5 M2 Birim Kök Testi Sonuçları.....	74
Tablo 6 ENF Birim Kök Testi Sonuçları.....	74
Tablo 7 YKH Birim Kök Testi Sonuçları.....	75
Tablo 8 REDK Birim Kök Testi Sonuçları.....	75
Tablo 9 Model İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi.....	76
Tablo 10 VAR Modeli Durağanlık Tablosu.....	77
Tablo 11 Otokorelasyon LM Testi.....	78
Tablo 12 White Değişen Varyans Testi.....	79
Tablo 13 Kredi Hacmine İlişkin Varyans Ayırıştırması Sonuçları.....	81
Tablo 14 Para Arzına İlişkin Varyans Ayırıştırması Sonuçları.....	82
Tablo 15 Reel Efektif Döviz Kuruna İlişkin Varyans Ayırıştırması Sonuçları.....	82
Tablo 16 Faiz Oranına İlişkin Varyans Ayırıştırması Sonuçları.....	83
Tablo 17 Enflasyon Orana İlişkin Varyans Ayırıştırması Sonuçları.....	84

ŞEKİLLER

	<u>Sayfa No</u>
Şekil 1 2002-2011 Yılları GSYH Büyüme Oranları.....	42
Şekil 2 TCMB Faiz Koridoru.....	50
Şekil 3 Faizdeki ve Döviz Kurundaki Oynaklık.....	52
Şekil 4 TCMB Brüt Rezervleri (Altın dahil, Milyar ABD doları).....	61
Şekil 5 Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış Dış Ticaret, 2008-2011.....	63
Şekil 6 Cari Açığın Temel Finansman Kaynakları 2007-2011 (Milyar ABD Doları)..	63
Şekil 7 Kredi Artış Oranı (13 Haftalık Hareketli Ortalama, Yıllıklandırılmış, %)	64
Şekil 8 TCMB Faiz Koridoru ve Faiz Oranları (%).....	65
Şekil 9 Döviz Kuru Oynaklığı (% , 12 ay için)	67
Şekil 10 VAR Modeli Durağanlık Grafiği	76
Şekil 11 Faiz Şokuna Enflasyonun Tepkisi.....	79
Şekil 12 Döviz Kuru Şokuna Enflasyonun Tepkisi.....	80
Şekil 13 Para Arzı Şokuna Enflasyonun Tepkisi.....	80
Şekil 14 Kredi Hacmi Şokuna Enflasyonun Tepkisi.....	81

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADF	: Augmented Dickey Fuller
BDDK	: Bankaları Düzenleme ve Denetleme Kurulu
FED	: Federal Reserve
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
HQ	: Hannan Quinn Bilgi Kriteri
KPSS	: Kwiatkowski, Phillips, Schmidt, Shin
LM	: Lagrange Multiplier
M2	: Para Arzı
PP	: Phillips Perron
ROK	: Rezerv Opsiyon Katsayısı
ROM	: Rezerv Opsiyon Mekanizması
ROO	: Rezerv Opsiyon Oranı
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	: Türk Lirası
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
VAR	: Vector Auto Regression
YP	: Yabancı Para
ZKO	: Zorunlu Karşılık Oranı

GİRİŞ

Tarih boyunca birçok ülkede, en önemli makroekonomik sorunlardan biri olan yüksek enflasyonun yaşandığı görülmektedir. Özellikle döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme gibi çeşitli para politikası stratejilerini uygulayan ülkelerin, yüksek enflasyonla mücadele çabası genelde başarısızlıklarla sonuçlanmıştır. Böylece yeni para politikası arayışları artmış ve bu arayışların sonucunda enflasyon hedeflemesi rejimi gündeme gelmiştir. Gündeme gelmesinden kısa süre sonra, 1990 yılında ilk kez Yeni Zelanda'da ardından Kanada, İngiltere, İsveç, Avustralya ve İspanya gibi ülkelerin merkez bankaları enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş yapmıştır.

Klasik tanımıyla enflasyon hedeflemesi enflasyon oranı için belirlenen nicel hedeflerin halka ilan edildiği, birincil hedefin düşük ve istikrarlı enflasyon olduğu bir para politikası stratejisidir. Enflasyon oranını istenen düzeye indirme konusundaki başarısı hala tartışılıyor olsa da iktisat literatüründe yer alan birçok çalışmada merkez bankasının şeffaflığını, hesap verebilirliğini ve para politikasına duyulan güveni artırması konularında başarılı bir rejim olduğu kanıtlanmıştır. Enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya başlandığı ilk yıllarda, merkez bankaları sadece fiyat istikrarını hedeflemekteydi. Günümüzde ise pek çok merkez bankası enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde para politikaları uygulayarak hem fiyat istikrarını hem de finansal istikrarı sağlamaya çalışmaktadır.

Hem fiyat istikrarı hem de finansal istikrar ekonomiler için çok önemli kavramlardır. Ancak fiyat istikrarının önemsenmesi ve politika yapıcıları tarafından gözetilmesi daha eski tarihe dayanmaktadır. Küreselleşmenin ve teknolojik gelişmelerin hızla arttığı yıllardan önce fiyat istikrarının sağlanmasını ve sürdürülmesini hedefleyen merkez bankaları finansal sistemin istikrarını önemsemiyorlardı. Genel görüş olarak, fiyat istikrarının sağlanması durumunda finansal istikrarın da kendiliğinden oluşacağı düşünülmekteydi. Daha sonraki yıllarda teknolojinin hızla gelişmesi sonucunda finansal ürün çeşitliliği artmış, sermaye transferi ve ülkelere para giriş çıkışı kolaylaşmıştır. Bunların sonucunda krizlerin küresel çapta yayılma hızının artması, kurumların birinde veya birkaçında meydana gelen krizin hızlı şekilde ekonominin tamamına yayılması gibi sorunlar ortaya çıkmıştır. Tüm bu gelişmelere ilave olarak finansal sistemin istikrarsızlığından kaynaklı meydana gelen yüksek maliyetli krizler, para politikasının

finansal istikrarı da gözetmesi konusunu gündeme getirmiştir. Konunun gündeme gelmesinden kısa süre sonra pek çok ülkede finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi görevi merkez bankalarının sorumluluğuna verilmiştir. Bu sorumluluğun merkez bankalarına verilmesinin temel nedenleri ise piyasaya gerekli likidite sağlayan tek kurum olması, ödemeler sistemini sorunsuz çalışmasında merkezi role sahip olması ve kaynakların reel ekonomiye aktarılması sürecinde köprü görevi görmesi olmuştur.

Üç bölümden oluşan çalışmanın birinci bölümünde finansal istikrar, finansal istikrar ve fiyat istikrarı ilişkisi, enflasyon hedeflemesi stratejisi konuları incelenmiş, daha sonra enflasyon hedeflemesi stratejisinin temel gerekçeleri ile finansal istikrar arasındaki ilişki anlatılmıştır. Bu doğrultuda enflasyon hedeflemesinin başarıyla uygulanması için gereken temel şartların, finansal istikrarın da sağlanması açısından önemi açıklanmaya çalışılmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde Türkiye’de enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanması süreci örtük, açık ve esnek enflasyon hedeflemesi olarak üç kategoride ele alınmıştır. Özellikle 2008 krizinden sonra finansal istikrarın da gözetildiği esnek enflasyon hedeflemesine geçiş süreci, bu süreçte yaşanan kurumsal değişimler ve kullanılmaya başlanan yeni politika araçları incelenmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ise 2002:1 – 2019:3 tarihlerini kapsayan enflasyon hedeflemesi sürecinde enflasyon oranı ve enflasyon ile etkileşimde olduğu düşünülen faiz oranı, döviz kuru, para arzı, yurtiçi kredi hacmi değişkenleri arasındaki ilişki VAR modeli ile incelenmiştir. Bu doğrultuda 2010 yılından başlayarak uygulanan esnek enflasyon hedeflemesinin doğru politika rejimi olup olmadığı da açıklanmaya çalışılmıştır.

BÖLÜM I

PARA POLİTİKASININ EVRİMİ: ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNDE FİNANSAL İSTİKRAR

Enflasyon hedeflemesi stratejisiyle finansal istikrar arasındaki ilişkiyi ele almadan önce ilk olarak fiyat istikrarı ve finansal istikrar kavramlarının tanımlanması gerekmektedir. Fiyat istikrarının ve finansal istikrarın ayrı ayrı tanımlanması ve bunlar arasındaki ilişkinin incelenmesi, bu iki nihai amacın birisi için uygulanan para politikasının diğeri üzerindeki etkisinin anlaşılmasına yardımcı olmaktadır. Bunu takiben enflasyon hedeflemesi rejimi tanımlanacaktır. Bu tanımlama ile, merkez bankasının enflasyon hedeflemesi çerçevesinde yürüttüğü para politikalarının finansal istikrar üzerindeki etkilerini değerlendirmeye olanak sağlayacak teorik ve kavramsal çerçeve sağlanmış olacaktır. Elde edilen bu kavramsal çerçeve dahilinde enflasyon hedeflemesi ve finansal istikrar ilişkinin ele alınması, merkez bankalarının politika araçlarını ve bu araçların gücünü değerlendirmeye imkân sağlayacaktır.

1. FİYAT İSTİKRARI VE FİNANSAL İSTİKRAR

İktisat literatüründe fiyat istikrarına ilişkin kesin ve ortak tanımların bulunmasına karşın finansal istikrara ilişkin tanımların farklı olduğu görülmektedir. Bu durumun arkasında yatan temel unsur, finansal istikrarın yapısından kaynaklanan bazı etkenlerden dolayı tanımlanmasındaki zorluklardır. Bu etkenler alt bölümlerde ayrıntılı şekilde açıklanmaktadır.

Alt bölümlerde sırasıyla ilk olarak, fiyat istikrarına ilişkin literatürde sıklıkla vurgulanan tanımlara yer verilmiş ve bu tanımların ortak özellikleri vurgulanarak fiyat istikrarına ilişkin kavramsal çerçeve ortaya konulmaya çalışılmıştır ve hemen ardından finansal istikrarın tanımlanmasıyla ilgili konular yer almaktadır.

1.1. Fiyat İstikrarı

Fiyat istikrarının tanımlanmasına ilişkin iktisat literatüründeki tanımların bazıları aşağıdaki gibidir:

- Fiyat istikrarı, iktisadi aktörlerin iktisadi faaliyetlere ilişkin karar alırken genel fiyat seviyesindeki değişiklikleri dikkate almayacak kadar enflasyon oranlarının düşük olduğu durumlardır (Greenspan, 1996: 1).
- Fiyat istikrarı, enflasyon oranının uyumlu düzey olan % 2 civarında seyrettiği durumdur (Feldstein, 1997: 123).
- Fiyat istikrarı, enflasyon oranının veya fiyat düzeyinin 2 yıl veya 18 aylık bir süreçte yatay bir hareket içinde istikrarlı seyretmesidir (Garry, 2003: 4).
- Fiyat istikrarı enflasyon oranının 10 yıllık ortalamasının % 4 ün altında olması durumudur (Bhundia ve Stone, 2004: 9).
- Fiyat istikrarı, yatırım, harcama ve tasarrufa ilişkin kararlarda enflasyon oranının etken faktör olamayacak kadar düşük seviyesini ifade etmektedir (TCMB, 2013b: 8).
- Fiyat istikrarı yıllık enflasyon oranının % 2 civarında seyrettiği durumdur (Bernanke ve Mishkin, 1997: 99).

Fiyat istikrarına ilişkin çok sayıda tanım yapılmış olmakla birlikte, yukarıda ele alınan tanımlar ilgili literatürde genel kabul gören tanımlardır. Tanımlarda bazı ortak noktaların varlığı göze çarpmaktadır. Bunlar arasında enflasyon düzeyinin iktisadi aktörlerin kararlarına etki etmeyecek seviyede olması özellikle Greenspan (1996) ve TCMB tarafından vurgulanmıştır. Bernanke ve Mishkin (1997) ile Feldstein (1997), fiyat istikrarını yıllık enflasyon oranının % 2 civarında seyretmesi olarak tanımlarken bu seyrin belirli bir zaman diliminde devam etmesi gerekliliği ise Bhundia ve Stone (2004) tarafından vurgulanmıştır.

Fiyat istikrarının ekonomik ve sosyal istikrarın sağlanabilmesi için gereken temel prensiplerden birisidir. Fiyat istikrarının sağlanmadığı bir ekonomide yüksek risk primi olacağından dolayı faiz oranları da yüksektir. Yüksek faizin yaşandığı ekonomilerde ise politikalara duyulan güven azalmakta, böylece uzun vadeli ekonomi politikalarının uygulanması zorlaşmaktadır. Ayrıca, fiyat istikrarının olmaması uluslararası piyasalar karşısında rekabet edilebilirliği zayıflatmakta, yabancı sermayeyi azaltmaktadır. Bu durum işgücünün aktif şekilde kullanımını olumsuz etkilemektedir. Bu olumsuzluklar, iktisadi bireylerde geleceğe ilişkin kötü yönlü beklentiler oluşturduğu için enflasyonun yükselişine daha fazla ivme kazandırmaktadır (Kara, 2008: 2).

1.2. Finansal İstikrar

Bazı ülkelerde finansal istikrarın sağlanmasının merkez bankalarının sorumluluğuna verilmesinin ardından, finansal istikrar kavramını tanımlayan çalışmaların sayısında da artış gözlenmiştir. Tanımlama gayretine ilişkin yapılan çalışmaların yoğunluğuna rağmen, finansal istikrar kavramıyla ilgili henüz ortak bir tanımın varlığından söz etmek mümkün değildir. (Claudio Borio ve Drehmann, 2009: IV: 3).

Alt bölümlerde finansal istikrarın tanımlanmasındaki temel prensiplerin belirtilmesinin ardından finansal istikrarın tanımlanmasındaki zorluklar ele alınmakta ve son olarak farklı iktisatçıların finansal istikrara verdikleri tanımlara yer verilmektedir.

1.2.1. Finansal İstikrarın Tanımlanmasındaki Temel Prensipler

Finansal istikrar kavramı, fiyat istikrarının yapısı gereği daha karmaşıktır. Bu nedenle, tanımlanması daha zor bir olgudur. Bu bağlamda, tanımlamaya gitmeden önce finansal istikrarın temel yapısal özelliklerini ele almak, tanımlanma güçlüğüne ortaya koymaya olanak sağlayacaktır (Schinasi, 2004: 04: 6-7) :

- Finansal istikrar, finansal sistemin farklı yönlerini (altyapı, kurumlar, pazar) kapsayan geniş bir kavramdır. Hükümetlerin finansal piyasada işlem yaparak piyasa işleyişini etkileyebilmeleri, finansal istikrar hedefinin kamu politikalarını da kapsamaması gereksinimini yaratmaktadır.
- Finansal istikrar genelde finansal piyasalardaki kaynak ve risk dağılımında, tasarruf akışkanlığını sağlamada, iktisadi gelişmeyi kolaylaştırmada oynadığı rolün önemiyle tanımlanmaktadır. Fakat bu yeterli değildir. Çünkü finansal istikrar aynı zamanda ödeme sistemlerinin aktif çalışması ve mali dengenin sağlanmasında büyük öneme sahiptir.
- Finansal istikrarı, sadece “finansal krizlerin yaşanmaması durumu” olarak tanımlamamak gerekir. Finansal istikrar, aynı zamanda finansal sistemin krize neden olacak dengesizliklere karşı önlem alarak, onları minimum seviyeye indirme yeteneğidir.
- Finansal istikrar, reel ekonominin potansiyel sonuçları bakımından da ele alınarak tanımlanmalıdır. Mali piyasalardaki veya bireysel finansal kurumlardaki

bozukluklar, genel olarak ekonomik faaliyete zarar vermedikleri sürece, finansal istikrara yönelik tehdit olarak değerlendirilmeleri gerekmezler. Aslında bir finansal kuruluşun aniden kapanması, varlık fiyatındaki oynaklığın yükselmesi ve mali piyasalardaki keskin dalgalanmalar, rekabet ortamının, yeni inovatif bilgilerin ortaya çıkmasının ve ekonomik sistemin kendi kendini düzeltmesinin sonucu olabilir. Bunların neden olduğu geçici finansal dalgalanmaların göz ardı edilmesi kabullenilir bir durumdur.

- Ekonomik sistem beklentilere dayalı, dinamik ve etkin çalışan bir düzendir. İktisadi birimlerin gelecekle ilişkin beklentilerinin olumlu olmasında ise finansal sistemin politika yapıcıları tarafından her zaman gözetileceğine ilişkin eminlik büyük öneme sahiptir. Bu nedenle finansal istikrarın, politika yapıcıları tarafından sağlanması ve sürdürülmesindeki sürekliliğin de finansal istikrar tanımında yer alması gerekmektedir.

Bunların dışında Padoa-Schioppa'ya (2003:271) göre, finansal istikrarı doğru tanımlamak için finansal sistemin temel unsurlarını anlamak ve piyasaların organize çalışma şekli, teknolojik altyapı, kanunlar ve bu kanunları düzenleyen kurumlar da dikkate alınmalıdır. Bu kapsam genişliği ise tanımlama güçlüğüne beraberinde getirmektedir.

1.2.2. İktisat Yazınında Finansal İstikrara İlişkin Yapılan Tanımlar

Ekonominin istikrarlı bir şekilde kalkınması ve büyümesi için, etkin bir finansal sistem ve bu sistemin istikrarı çok önemlidir. Bu istikrarın devamlı olması için ise uygulanan politikaların doğru bir şekilde seçilmesi gerekmektedir. Bu bağlamda finansal istikrarın tanımlanmasının yanı sıra finansal istikrarsızlığın da tanımlanması büyük önem arz etmektedir. (Allen ve Wood, 2006: 153). Buna istinaden alt bölümde finansal istikrarın yanı sıra finansal istikrarsızlığa ilişkin yapılan tanımlara da yer verilmektedir.

Kireyev (2002)'e göre istikrarın sağlandığı finansal piyasa, risklerden arındırılmış, olumsuz olayların bulaşarak bütün piyasaya yayılmadığı, finansal araçların birbiri ile uyumlu çalıştığı ve risk yönetiminin etkin şekilde yapıldığı durumu ifade etmektedir. Crockett (1997) çalışmasında ise finansal istikrar, kurumlar ve piyasalar açısından ikiye ayırarak tanımlanmaktadır. Finansal istikrar kurumlar açısından, yapılan sözleşmelere bağlı olan faaliyetlerin kesintisiz ve müdahale olmadan güven içinde

sürdürülmesidir. Piyasalar açısından finansal istikrar ise piyasada faaliyette bulunan bireyin, mevcut fiyatlar seviyesinde zahmetsizce işlem yapabilmesidir. Crockett (1997) ye benzer tanım yapan Large (2003)'e göre piyasada sürdürülebilir güvenin olması finansal istikrarın da sağlanması anlamına gelmektedir.

Schinasi (2004) çalışmasında finansal istikrarı, ekonomideki dışsal şokların veya istikrarsızlıkların artması durumunda, finansal sistemin kendisini terapi etme mekanizması olarak tanımlamıştır. Buna benzer olarak Allen ve Wood (2006) 'ya göre piyasadaki az miktarda sapmanın ardından tekrar kendiliğinden dengeye dönebilen mekanizmanın varlığı finansal istikrarın sağlandığı anlamına gelmektedir.

Yukarıdaki çalışmalar finansal istikrarı doğrudan tanımlamaya çalışmışlardır. Birçok yazar ise daha açıklayıcı ve kullanışlı olduğundan dolayı finansal istikrarı, finansal istikrarsızlık tanımından yola çıkarak açıklamaya çalışmıştır. Örneğin, Bernanke (1990), borçluların net değer pozisyonları üzerinden bilanço kanalına odaklanarak finansal istikrarsızlığı, potansiyel borçluların yatırımlarının büyüklüğüne oranla şahsi servetlerinin düşük olduğu bir durum olarak tanımlamaktadır. Bu durum yüksek sermaye maliyetlerine neden olarak yatırımların ve dolayısıyla ekonominin işleyişini bozmaktadır. Mishkin (1999) ise, finansal dengesizliğe neden olan asimetrik bilgilere odaklanarak finansal istikrarsızlığı, kötü seçim ve ahlaki tehlikenin fon tahsisini etkileyerek finansal sistemin verimliliğini aksatması olarak tanımlamaktadır. Haldane, Hoggarth, ve Saporta (2001), genel ayırım yapılarak finansal istikrarsızlığı tasarruf-yatırım eşitsizliği gibi tanımlayarak, finansal istikrarı da bu eşitsizliğin sağlanması olarak yorumlamıştır. Allen ve Wood (2006) ise finansal istikrarsızlığı, düşük boyutlardaki şokların bile mali sıkıntı veya krizlere neden olduğu piyasa şekli olarak tanımlamıştır. Ferguson (2002)'ye göre finansal piyasaların istikrarsızlığı, varlıklarında ani fiyat dalgalanması, kredi sisteminin bozulması, toplam harcama-cari açık dengesinin bozulmasıdır. Ayrıca bu çalışmada, önemli olan finansal varlık fiyatlarında büyük sapmalar, yerli veya yabancı krediye ulaşımın zorlaşması, toplam harcamalarda toplam üretimini negatif etkileyecek kadar yaşanan değişimler finansal istikrarsızlığın temel unsurları olarak anlatılmıştır.

Görüldüğü üzere genel olarak finansal istikrarı tanımlamaya çalışan yazarlar, konuyu kendi inceleme alanlarına göre betimleyerek, dar ve tek yönlü tanımlar yapmaktadır (Driffill, vd., 2006: 97). Birçok yazar ise daha açıklayıcı ve kullanışlı

olduğundan dolayı finansal istikrarı, finansal istikrarsızlık tanımından yola çıkarak açıklamaya çalışmışlardır. Literatürde daha çok finansal istikrarsızlık tanımı üzerinde uzlaşa olduğu için, bu kavram çoğu zaman finansal istikrar yerine kullanılmaktadır.

2. FİNANSAL İSTİKRAR VE PARA POLİTİKASI İLİŞKİSİ

Merkez bankasının, hedeflerinin gerçekleşmesi amacıyla çeşitli makroekonomik araçları kullanarak piyasaya müdahale ettiği politikalara para politikası denmektedir. Finansal istikrar ve para politikası çeşitli kanallardan birbirine bağlanmaktadır. Para politikasının yürütülmesi ve merkez bankası faiz oranlarının reel ekonomiye aktararak piyasayı istenilen düzeyde etkileyebilmesi açısından etkin ve istikrarlı finansal piyasaların varlığına büyük ölçüde ihtiyaç vardır. Dolayısıyla finansal piyasalarda herhangi bir olumsuzluk para politikalarının etkinliğini doğrudan ve öngörülemez bir şekilde etkileyebilir (Gnan ve Cuaresma 2008: 80).

Öte yandan doğru bir şekilde uygulanan para politikası da finansal istikrarı olumlu etkilemektedir. Doğru şekilde uygulanan para politikası sonucu oluşan istikrarlı ve düşük enflasyon, finansal piyasa beklentilerinin istikrara kavuşmasına büyük katkı sağlar. Böylece yüksek oranda dalgalanan enflasyon sonucu, borç alan ve borç veren arasında yüksek gelir transferi gibi istikrarı negatif etkileyen durumlar engellenmiş olur (Gnan ve Cuaresma, 2008: 81). Örneğin, fiyat istikrarını gerçekleştirmede başarılı olamayan para politikası sonucunda enflasyon oranının arttığı durumda gelir, borç alanlardan borç verenlere doğru hızla aktarılabilir. Bu durum bankaların kredi sisteminde dengesizliği arttırarak banka iflaslarına veya buna benzer olumsuz durumlara neden olabilir. Sonuç olarak finansal istikrar para politikası için önemli olduğu gibi, para politikası da finansal istikrar için önemlidir.

2.1. Finansal İstikrarın Sağlanması

Tezin bu bölümünde ilk olarak finansal istikrarın sağlanmasında karşılaşılan temel zorluklar ve finansal istikrarı bozan temel etkenler ele alınmaktadır. Ayrıca bu bölümde ekonomide finansal istikrarın sağlanmasındaki şartlar ve fiyat istikrarının sağlandığı ekonomide finansal istikrarın kendi kendine sağlanıp sağlanamayacağı konusu incelenmektedir.

2.1.1. Finansal İstikrarın Sağlanmasıdaki Temel Zorluklar

Schinasi (2004), finansal istikrarın tanımlanmasındaki güçlükleri özet olarak şöyle sıralamıştır:

- Finansal istikrarın tek bir gösterge ile açıklanması mümkün değildir. Çünkü finansal istikrarın sağlanması, finansal piyasaların yanı sıra finansal kurumların da doğru şekilde işlemesine bağlıdır.
- Finansal istikrarın gerçekleştirilmesi sadece şimdiki durumla kalmamakta, gelecek tarihlerde ortaya çıkması muhtemel problemlerin ve risk unsurlarının yok edilmesini sağlayan düzenlemeleri de içermektedir.
- Finansal istikrar ile ilgili gelişmeler para politikasının fiyat istikrarı hedefi ile çeliştiğinde sadece kısmen kontrol edilebilir bir hal almaktadır. Ayrıca, finansal istikrardaki gelişmelerin, doğal felaketlerden, piyasa düşüncesindeki ani değişimlere kadar uzanan sayısız eksojen şoklara karşı hassas olması nedeniyle kontrol edilebilirliği daha da zorlaşmaktadır.
- Finansal istikrar için uygulanan politikalar zaman tutarsızlığı problemini doğurabilir. Çünkü uygulanan politika araçlarından bazıları piyasa güçlerini kısıtlayabilir ve bu durumda ise kısa vadeli istikrarın sağlanmasının maliyeti uzun vadeli istikrarın kaybı olabilir.

Finansal istikrarın sağlanmasıdaki zorluğun en büyük nedenlerinden birisi de finansal istikrar kavramının temelinde, dalgalanmaların finansal piyasalar için sorun olduğunu ifade etmesidir (Herrero ve Del Rio, 2003: 8). Örneğin, varlık fiyatlarındaki oynaklık kurumların iflasına bile neden olabilir. Ancak, bu iflaslar risk unsuru yüksek olan zayıf kurumların işleyişini engellediği için bu sürecin, sistemin istikrar ve güçlülük unsuru olarak görünmesi olasılığı da vardır. Burada önemli olan kısım, oynaklığın sistemin tamamına yayılmaması ve reel ekonomiye etkisinin olmamasıdır (Otmars, 2003: 3).

2.1.2. Finansal İstikrarı Olumsuz Etkileyen Temel Faktörler

Ferguson (2002)'e göre bir ekonomide istikrarlı ve etkin finansal sistemin olması için üç temel şart vardır: (i) Bankalar gibi önemli kurumsal araçların ihtiyatlı ve etkin şekilde işlem yapabilmeleri; (ii) bu araçların işlem yaptığı piyasaların açık ve şeffaf

olması; (iii) finansal işlemlerin muhasebe kuralları, sözleşme hukuku, mülkiyet haklarının korunduğu sağlam ve güvenilir piyasada gerçekleşmesi. Bu şartların sağlandığı piyasalarda, tasarruf sahipleri ve yatırımcıların zamanlar arası sözleşmeler yapmaları için elverişli ortam oluşmakta ve kaynakların etkin şekilde kullanımını artmaktadır. Böyle bir ortam ise makroekonomik politikalarının uygulanması için çok önemlidir. Öte yandan finansal istikrarın sağlanmamasının sonuçları problemlili kurumların kurtarılmasının maliyetinden, bankacılık ve para krizleri gibi sonucu yüksek GSMH kayıplarına kadar uzanmaktadır (Crockett, 1997: 14). Finansal istikrarsızlığın sonuçları arasında en maliyetlisi ise finansal krizlerdir. Finansal krizler gibi makroekonomik sorunların önüne geçilmesi için ilk olarak finansal istikrarsızlığa neden olan etkenlerin bulunması gerekmektedir. Bu etkenlerin önceden tanınması ise onlarla mücadele bağlamında çok önemlidir. Literatürde finansal krizlere neden olacak istikrarsızlıklarla ilgili ortak fikirlerin yürütüldüğü birçok çalışma yer almaktadır. Bu çalışmalar arasında en önemlilerinden birisi de Large (2003)'in çalışmasıdır. Yazara göre finansal krizleri doğuracak istikrarsızlıklar şunlardır: (i) makro ekonomik boyutlarda etkileri olan tasarruf-yatırım dengesizliği, (ii) finansal sermayede büyük çaplı dalgalanmalar, (iii) etkisi zayıf olan ve bundan dolayı piyasadaki negatif yönlü beklentileri arttıran yurtiçi düzenlemeler, (iv) başarısız şekilde uygulanan para ve maliye politikaları, (v) döviz kurundaki aşırı oynaklık ve bankacılık problemlerinin sürekliliği.

Finansal sistemin işleyişini bozarak finansal istikrarsızlığa neden olan diğer iki güçlü etken ise “Ters Seçim” ve “Ahlaki Risk”’tir. Bu iki olgu “*asimetrik bilgi*” nin farklı sonuçlarıdır. Asimetrik bilgi, piyasada işlem yapan iki taraftan birinin diğerine oranla daha az enformasyona sahip olması durumudur. Ters seçim ve ahlaki risk kavramlarının anlamları ve sonuçları aşağıdaki gibidir (Darıcı, 2012: 40; F. S. Mishkin, 2000) :

- Ters seçim durumu borç alan birimin, sözleşme koşullarını yerine getirmeyeceğini bile bile sözleşmenin tüm koşullarını kabul ederek tüm riskleri üstlenmiş olması durumudur. Bu kişilerin yüksek faizi de kabul etmesi büyük olasıdır. Sonuçta kar isteği yüksek olan borç veren taraf piyasada güvenilir kişileri eleyerek, yüksek faizle sermaye satabileceği kişilere borç vermektedir. Böylece kredi geri ödemelerinde sorunlar yaşanacak ve bu ise piyasanın işleyişini ve etkinliğini bozan bir durumdur.

- Ahlaki risk finansal işlemin başlanmasından sonra ortaya çıkmaktadır. Kredi anlaşmasında borç alan tarafın aldığı fonu, geri ödemeyeceği veya sözleşmenin şartlarını yerine getirmeyeceği için, yüksek getirili ama aynı zamanda yüksek riskli alanlara yatırım yapması durumudur. Eğer borç alan tarafın yaptığı riskli yatırım başarısızlıkla sonlansa, bütün yükler borç verene yüklenecektir. Bu durum finansal işlemlerin aksaması ve finansal piyasa etkinliğinin azalmasına neden olmaktadır.

Finansal istikrarı olumsuz etkileyen bir veya birkaç etken sonucunda finansal istikrarsızlık ortaya çıkarsa ne olur? Finansal istikrarsızlığın hem gelişen hem gelişmiş ekonomilerde yüksek kayıplara neden olduğu tarihi süreçte yaşanarak gözlemlenmiştir. Finansal istikrarsızlık sonucu oluşan krizlerin ekonomi için yüksek maliyetli olduğu neredeyse bütün ülkeler tarafından bilinmektedir. Finansal krizlerin özellikle reel ekonomide neden olduğu kayıplar reel ekonomik büyümeyi büyük çapta etkilemektedir. Buradan yola çıkarak en çok hangi etkenlerin maliyetli olduğunu araştıran Gupta, Mishra, ve Sahay (2003), finansal kriz zamanı reel üretimde kayıplara neden olan makroekonomik etkenleri aşağıdaki gibi sıralanmıştır :

- Dolarizasyona bağımlılık ve dış borç: Finansal krizle birlikte gerçekleşmesi muhtemel devalüasyon sonucunda yabancı para cinsinden borçlanmış yerli firmaların borç yükü artmaktadır. Eğer ülkedeki firmaların, yabancı para cinsinden borcu yüksek miktarlarda ise devalüasyon olması durumunda bu ekonomide yatırımların azalması kaçınılmazdır.
- Yabancı sermaye girişinde keskin azalma ve ülkeden yurt dışına çıkan sermayenin artışı: Finansal kriz sonucu yurtdışından gelen sermayede yüksek seviyelerdeki azalma ve yurt dışına çıkan sermayedeki ani artış ekonomide verimli faaliyetleri azalacaktır. Sermayesi dışa bağımlı ülkeler, finansal krizleri takiben diğer ülkelere daha fazla makroekonomik dengesizlikler yaşayabilmektedir.
- Bankacılık Krizleri: Finansal krizle birlikte gerçekleşen devalüasyon gibi etmenler, bankacılık sektöründeki bilançoları olumsuz etkileyerek, bankaları piyasa faiz oranından daha düşük faizlerde borç vermesine neden olur. Banka

sisteminde yaşanan bu olumsuzlukların makroekonomik maliyeti yüksek olmakta ve etkisi uzun sürmektedir

- **Kısa Vadeli Borç ve Likidite Krizi:** Kriz yaşandığı ekonomide kısa vadeli borçların ödenmesindeki zorlukların artması piyasadaki toplam likiditeyi daraltarak ekonomik faaliyetleri azaltmakta, bu durum ise makroekonominin en önemli göstergelerinden biri olan ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilemektedir.
- **Devalüasyon ve Dış Ticaret:** Bir para devalüasyonu, ülkede üretilen malın yurtdışında daha ucuza satılmasına neden olduğu için dış ticareti ve dolayısıyla toplam üretimi arttırabilir. Ancak bu pozitif etki diğer ülkeler tarafından eşzamanlı devalüasyon yapılmaması ve ticaret rejiminin yeterince açık olması durumunda gerçekleşmektedir. Aksi takdirde devalüasyonun yukarıda saydığımız olumsuz etkileri daha fazla olmaktadır.
- **Para ve Maliye Politikaları:** Döviz rezervlerinin hızla azalmasını engellemek ve spekülasyon ataklarının sınırlandırılması amacıyla sıkı para politikalarının uygulanma ihtimali yüksektir. Buna benzer olarak krizle birlikte yükselmesi ihtimali olan bütçe açığını hafifletmek ve daha etkin mali sistem oluşturmak amacıyla sıkı maliye politikası uygulanmaktadır. Fakat sıkı makroekonomik politikalar, sermaye çıkışlarının önüne geçebilse de reel üretimin azalmasına neden olmaktadır.

2.1.3. Fiyat İstikrarının Finansal İstikrarlılığın Sağlanmasında Yeterliliği

Literatürde finansal istikrar ve fiyat istikrarı arasında ilişkiyi değerlendiren iki farklı görüş vardır. Bunlardan geleneksel olarak adlandırılan ilk görüş, sadece fiyat istikrarının sağlanması sonucu, finansal istikrarın da kendiliğinden sağlanmış olacağıdır. Diğer bir ifadeyle, ekonomide fiyat istikrarının sağlanmış olması finansal istikrarın oluşması için yeterli bir koşuldur. Bu görüşe göre enflasyon, finansal istikrarsızlığı oluşturan en önemli faktörlerden birisidir. Çünkü yüksek enflasyon, şirketlerin reel getiri tahmin etmesini güçleştirmektedir ve bu durum varlık fiyatlarında balona neden olmaktadır (Otmars, 2003:17). Ayrıca, geleneksel görüşe göre merkez bankasının piyasaya sürdüğü aşırı likidite piyasada aşırı kredi genişlemesine neden olmaktadır. Kredi genişlemesi ise finansal istikrarsızlığı meydana getiren temel olgulardan birisidir. Bu

yaygın görüş, birçok finansal krizin fiyat düzeyindeki büyük dalgalanmalardan kaynaklandığına dair ampirik kanıtlarla desteklenmektedir (Bordo, Dueker ve Wheelock, 2002). Özetle, bu görüşe göre tek başına fiyat istikrarına odaklanan para politikası finansal istikrarı da sağlamış olacaktır.

Geleneksel görüşün kanıtlarından farklı olarak, bir ekonomide fiyat düzeyinin istikrarlı olduğu dönemlerde de finansal istikrarsızlığın gerçekleştiğini durumları gösteren ampirik kanıtlar da literatürde mevcuttur. 1920 ve 1990 senelerinde Amerika Birleşmiş Devletler 'inde, 1980 senesinde Japonya'daki durumu buna örnek gösterebiliriz (Otmar, 2003: 18). Japonya'da 1992-2004 dönemlerinde büyük çıktı açıkları ve işsizlikteki artışa eşzamanlı olarak, bankacılık sektöründe mali sorunlar, iflaslar, kredilerde daralma ve varlık fiyatlarında keskin inişler yaşanmıştır. Büyük mali desteklere rağmen bütün bu olumsuzlukların yaşandığı dönem Japonya Merkez Bankası, fiyat istikrarının amaçlanması çerçevesinde politikalarını uygulamaktaydı (White, 2006: 7-8).

Japonya'daki duruma diğer benzer durum Doğu Asya ülkelerinde yaşanmıştır. 1990 sonunda mali kriz yaşayan Güney Doğu Asya ülkelerinde GSYİH aşırı düşük seviyelerde gerçekleşmiş, işsizlikte artışlar meydana gelmiş, bankacılık sistemi ciddi zorluklar geçirmiş, deflasyon meydana gelmiştir. Bütün bu zorluklar enflasyonda büyük dalgalanmalar yerine kredi, aktif fiyatları ve yatırımlarda sert artışlar şeklinde kendini göstermiştir. Önceden yaşanan yüksek oranlardaki sermaye girişleri, kriz dönemlerinde yerini, yüksek oranda sermaye çıkışlarına vermiştir (White, 2006: 8).

1980 yılından birçok ülkede enflasyon düşürücü para politikaları uygulanmaya başlamış ve çoğu ülkede bu uygulamalar başarılı sonuçlar vermiştir. Fakat istikrarlı ve düşük enflasyon dönemlerinde çıkan finansal krizler sonucu, aynı yüksek enflasyon dönemindeki gibi çok yüksek üretim kayıpları yaşanmıştır. Bunun sonucunda 2000 yılı sonrası finansal istikrarla fiyat istikrarı arasındaki ilişki yeniden sorgulanmaya başlanmış ve “yeni ortam hipotezi” diye adlandırılan bir görüş öne sürülmüştür (Doğan ve Tunalı, 2011: 61). Hipotezin savunucuları, “fiyat istikrarının sağlanması otomatik bir şekilde finansal istikrarı da sağlayacaktır” gibi geleneksel düşüncelerin sorgulanması gerektiğini öne sürmüşlerdir (Blinder, 1999: 139-40).

“Yeni ortam hipotezi” finansal istikrarsızlığın, uzun vadede fiyat istikrarı için büyük tehdit oluşturacak kadar önemli olduğunu iddia etmektedir. Ancak bu görüş, para politikası nihai amacının fiyat istikrarı olması gerektiği düşüncesini inkâr etmemektedir. Ayrıca, bu hipotezin savunucuları çok düşük enflasyon seviyesinin finansal istikrarsızlığa neden olduğunu da söylemektedir. Düşük enflasyon seviyesinin likidite kısıtlamalarını hafiflettiği bilinen bir durumdur. Finansal serbestleşme çoğu yatırım kararları için yeni fırsatlar ve bunun yanı sıra riskler içermektedir. Bu durum sonucu düşük faiz oranlarından, yüksek borç seviyesi oluşabilir. Borçlanma maliyetinin düşük olması borç verenler ve borçlananlar açısından yüksek riskli yatırımların miktarını arttırabilir (Otmur, 2003: 20). Riskli yatırımların ve kısa vadeli borçların artması ise finansal istikrarsızlığa neden olan temel faktörlerindendir.

Sadece fiyat istikrarının sağlanması sonucu finansal istikrarın kendiliğinden sağlanıp sağlanmayacağını analiz eden Herrero ve Del Rio (2003), 1979-1999 dönemini kapsayan çalışmada, 79 ülke üzerinde araştırma yapmış ve sadece fiyat istikrarını hedefleyen para politikasının, bankacılık riski olasılığını arttırdığı sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca çalışmada merkez bankasının bağımsızlığının da bankacılık krizlerini etkileyen önemli faktör olduğu sonucunu elde edilmiştir. Diğer bir ifadeyle, sadece fiyat istikrarının sağlanması ile finansal istikrar kendiliğinden sağlanmamakta, hatta merkez bankalarının sadece fiyat istikrarını hedeflemesi finansal istikrarsızlığa neden olabileceği ifade edilebilmektedir.

2.2. Finansal İstikrar ve Merkez Bankaları

Para arzının altına bağlı olduğu zamanlar, merkez bankalarında finansal piyasaların gözetim ve denetim sorumluluğu bulunmamaktaydı. Para politikası sadece düşük fiyat ve yüksek istihdamı hedeflemekteydi. Bu dönemde çoğu merkez bankası bağımsız değildi ve politika araçları merkez bankaları yerine kamunun kontrolü altındaydı.

İkinci Dünya Savaşının ardından yaşanan teknolojideki hızlı gelişmeler finansal sistemde finansal ürün çeşitliliğinin artması, kolay sermaye transferi gibi büyük gelişmelere neden olmuştur. Bu gelişmeler ise krizlerin yayılma hızının artması, ülkeye sıcak para giriş-çıkışlarını kolaylaşması, kurumların birinde veya birkaçında oluşan riskin hızlı bir şekilde sistemin tamamına yayılması gibi olumsuzlukların önünü açmıştır.

Yaşanan bu değişimler para politikası uygulanırken finansal istikrarın da dikkate alınması, hatta fiyat istikrarının yanında ikincil olarak finansal istikrarın da hedeflenmesi konusunu gündeme getirmiştir. Bu konuyla ilgili tartışma, küresel çapta yaşanan büyük maliyetli krizlerden sonra daha da artmış ve bunun sonucunda pek çok ülkede finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi merkez bankalarının sorumluluğuna verilmiştir (Sezgin ve Darıcı, 2009: 16). Aşağıdaki bölümlerde finansal istikrarın sağlanması görevinin merkez bankaları sorumluluğunda olma nedenleri geniş şekilde açıklanmakta ve daha sonra hem fiyat istikrarını hem de finansal istikrarı amaçlayan merkez bankalarının tercih ve davranışları incelenmektedir.

2.2.1. Finansal İstikrar Hedefinin Merkez Bankalarının Sorumluluğunda Olma Nedenleri

Dünyanın birçok ülkesinde enflasyonun ılımlı seviyelerde olmasına rağmen çıkan finansal krizler, merkez bankalarının finansal istikrarı desteklemesi gerektiği yönde düşünceyi ön plana çıkartmıştır. Bununla birlikte merkez bankalarının finansal istikrarı sağlamadaki rolü, merkez bankacılığının ilk zamanlarına kadar gitmektedir. (Bagehot, 1873: 51). Para basma görevinin merkez bankalarına bırakılması ve toplam para stokunda önemli kısmın bankalar tarafından yaratılan kaydi paranın oluşturmasıyla birlikte, ilk kez 19. yüzyılda merkez bankaları, finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesinde büyük rol sahibi kurum haline gelmiştir (Padoa-Schioppa, 2003: 272). Ancak, finansal piyasaların değişime uğradığı küreselleşme dönemi ve sonrasında para otoritelerinin finansal istikrar üzerindeki rolü, çok daha önemli hal almaya başlamıştır. Küreselleşmenin trend olmasıyla ortaya çıkan finansal değişiklikler paranın tanımını değiştirmiş, yüksek getiri arayışında olan uluslararası yatırımcıların girdiği piyasalarda hacim ve fiyat açısından ani şoklar yaşanmaya başlamış, para talebi istikrarsızlığı artmıştır. Bunların ardından teknolojinin daha da hızlı gelişmesi ise finansal sistemde büyük çaplı gelişmelere neden olmuştur. Bu gelişmelerin doğurduğu olumsuz etkenlerden en önemlisi ise, bankalardan birinde veya birkaçında oluşan riskin hızlı bir şekilde sistemin tamamına yayılması ve bunun sonucunda sisteme karşı azalan güvenin, para politikasının uygulanmasını zorlaştırmasıdır (Sezgin ve Darıcı, 2009: 16).

Bütün bu gelişmelerin sonuçları olan finansal işlemlerin hacmindeki yükselişler, finansal araçlarda artışlar, temel finansal araçların yapısındaki değişimler, kaynağı

finansal sistem olan büyük maliyetli krizler ve finansal krizlerin diğere piyasalara ve ülkelere hızlı sirayeti finansal istikrar konusunu iktisat politikası tartışmalarının merkezine taşımıştır.

Bu tartışmaların merkezindeki soru finansal istikrarın nasıl sağlanacağı ve bu sorumluluğun merkez bankalarına verilip verilememesi hususuna ilişkindir. Literatürde, finansal istikrarı sağlama sorumluluğunun merkez bankalarına verilmesini destekleyen görüşlerin yanı sıra, bu sorumluluğun merkez bankasına verilmesinin etkinliği bozacağını ve bundan dolayı merkez bankası yerine bağımsız denetim kurumlarının finansal istikrarı gözetmesi gerektiğini savunan görüşler de bulunmaktadır. Günümüz ekonomilerinde finansal istikrarın sağlamanın ve sürdürmesinin genelde başka kurumlar yerine merkez bankalarının sorumluluğuna verilmesinin nedenleri ise şunlardır:

- Ekonomiye doğrudan likidite sunan tek kurum olması merkez bankalarını, *bankaların bankası* konumuna yükseltmiştir. Bu para otoritesi bankalara borç verebilmekte veya bankaların likit rezervini mevduat olarak tutabilmektedir. Bundan dolayı bankacılık sisteminin sağlamlık ve etkinliğini sürekli olarak değerlendirmeleri gerekmektedir. Bankacılık sisteminin istikrarı, merkez bankalarının fonksiyonlarının işlemesi için kritik önem taşımaktadır (Padoa-Schioppa, 2003: 273).
- Merkez bankaları, finansal kurumlar ve piyasaların ödeme sisteminde merkezi role sahiptir. Ayrıca, paranın geçerliliği ve güvenliğinden sorumlu tek kurumdur (Padoa-Schioppa, 2003: 274).
- Bankacılık sisteminde oluşan sorunlar, merkez bankalarının uyguladığı para politikalarını doğrudan etkilemektedir. Dolayısıyla uygulanan para politikasının reel ekonomiye sorunsuz aktarılacak etkin işlemesi için finansal istikrarın sürdürüldüğü piyasaya gereksinim duyulmaktadır (Garry, 2003: 8).

Günümüzde merkez bankaları finansal istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacıyla gerekli gördüklerinde, altyapıya yönelik düzenlemeler, yasal düzenlemeler ve para politikaları uygulamaktadırlar (Miron, 1986: 129). Ayrıca, finansal istikrarın sağlanması görevi merkez bankasında olsa da finansal sistemin işleyişine gözetim ve denetimi başka bağımsız kurumlara da devredilebilmektedir. Bu açıdan önemli olan merkez bankaları ile finansal istikrarla ilgili çalışma yapan diğere kurumların etkin şekilde

iletişimde olup eşgüdümlü çalışabilmesidir. Finansal istikrarın sağlanabilmesi bakımından piyasalarda denetim ve gözetim yapan kurumun, rekabeti gözetleyen kurumun, merkez bankasıyla koordineli çalışması gerekmektedir (Papademos, 2006: 3).

2.2.2. Merkez Bankalarının Para Politikası Tercihi

Finansal istikrarsızlık enflasyonun beklenenden fazla gerçekleşmesine ve büyümenin potansiyel seviyesinin altında kalmasına neden olabilmektedir. Bu gerekçeyle fiyat istikrarını hedefleyen merkez bankaları, finansal istikrarsızlığın maliyetini göz önüne alarak para politikasını belirlerler (Ferguson, 2002: 13). Buradaki önemli nokta, bu ayarlamaların ne düzeyde yapılması gerektiğidir. Bunun için merkez bankaları piyasa gözlemlerine göre bu ince ayarı yapmaktadırlar. Finansal krizin sonuçlarının ne kadar maliyetli olabileceğini göz önüne alan Merkez bankaları, kriz ihtimalini düşük seviyede tutmak için, zaman zaman fiyat istikrarından feragat edebilir (Bordo, Dueker ve Wheelock, 2002).

Finansal sistemin içinde bulunduğu 3 farklı durumuna göre, para politikasının uygulama şekilleri de değişmektedir (Houben, Kakes ve Schinasi, 2004: 16; Doğan ve Tunalı, 2011: 66; Claudio Borio ve Drehmann, 2009) :

- Finansal sistemde finansal istikrar sağlanabilir ve bu durumun uzun süre değişmemesi beklenebilir. Böyle bir durumda uygulanacak politikalar hem özel sektör piyasa disiplin mekanizmalarını hem de gözetim ve gözetime dayalı istikrarı korumayı amaçlayan önemler şeklinde olacaktır.
- Finansal sistem çeşitli dışsal değişkenler nedeniyle dengesizliklerin gerçekleşme ihtimalinin arttığı bir dönem içinde olabilir. Bu durumda sistemin istikrarını sürdürmesi için gözetim ve denetim amaçlı düzenleyici politikalar uygulanabilir.
- Finansal sistem istikrarsız olabilir, diğer bir ifadeyle mali istikrar koridorunun dışında olabilir. Bu durumda politikalar reaktif (tepkisel) olmalı ve oluşabilecek krizlerin çözümünü de içerecek şekilde, yeniden istikrarı sağlama amaçlı olmalıdır. İstikrarsızlık durumunda kullanılan politikaların araçları finansal istikrarsızlığın arkasında yatan nedene bağlı olarak farklılaşmaktadır. Örneğin, finansal istikrarsızlık ödeme sisteminin önemli aktörü olan finansal kurumlardaki

aksaklıklardan kaynaklanıyorsa, merkez bankaları bu aksaklıkları çözmeye odaklı uygulamalar yapacaktır.

Finansal istikrarsızlığın en önemli kaynaklarından bir diğeri de varlık fiyatlarında meydana gelen balonlardır. İstikrarsızlığın bu yüzünden yaşandığı dönemlerde merkez bankalarının, varlık fiyatlarını gözetecek politika tercihi yapması muhtemeldir. Varlık fiyatlarında ortaya çıkan balonların de dikkate alınarak uygulanan para politikalarına, “rüzgâra karşı durma” politikaları denmektedir. Bu terim, para politikasının varlık fiyatlarındaki istikrarı hedeflemesi veya merkez bankasının hedeflediği enflasyonun ölçümü olan enflasyon sepetinde varlık fiyatlarının bulunması gerektiğini ifade etmektedir. Rüzgâra karşı durma politikası ile ilgili yapılan çalışmalardan elde edilen genel bulgular, varlık fiyatları dikkate alınarak yürütülen para politikasının, finansal istikrarı sağlamada başarılı olduğunu göstermektedir (Issing, 2011: 7-8).

Merkez bankalarının politika tercihini etkileyen başka bir durum da finansal krizin yaşandığı dönemlerdir. Şöyle ki merkez bankaları, finansal istikrarsızlık bir finansal krize neden olursa, bu durumdan kurtulmak için 2 temel aracı kullanabilmektedirler. Bu araçlardan biri yatırımcı riskini azaltan sigortalı mevduat düzeninin sağlanması, diğeri durumu kötü olan finansal kurumların sermaye yapısının yeniden düzenlenmesidir. Finansal kurumların sermaye yapısının yeniden düzenlenmesi, finansal piyasalarda oluşabilecek *Ters seçim* ve *Ahlaki risk* gibi sorunları çözerek finansal sistemin etkinliğini artırma amacıyla yapılmaktadır. Mevduat sigortasının asıl amacı ise, finansal piyasalardaki sorunlar karşısında banka hücumlarının engellenmesidir. Burada vurgulanması gereken her iki aracın da tek kurum olarak sadece merkez bankası tarafından değil, birkaç kurumun ortak karar ve hareketi ile yürütülmesidir (Oosterloo ve Haan, 2004: 264–65) .

3. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN YAPISI, ÖZELLİKLERİ VE FİNANSAL İSTİKRARLA İLİŞKİSİ

Tarihsel sürece bakıldığında dünyadaki ülkelerin çoğunda, önemli bir makroekonomik sorun olan yüksek enflasyonun yaşandığı görülmektedir. Yaşanan yüksek enflasyonla mücadelede döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme gibi birçok strateji uygulanmıştır. Ancak bu stratejilerin uygulandığı ülkelerde enflasyon oranı istenen seviyelere indirilememiştir. Bu başarısızlıkların ardından, enflasyon hedeflemesi

stratejisi gündeme gelmiştir. Gündeme gelmesinin ardından 1990'lı yıllardan itibaren birçok ülkede uygulanmaya başlanmıştır. Literatürde enflasyon hedeflemesi stratejisinin, enflasyonla mücadelede kesin başarısı konusunda fikir ayrılıkları bulunsa da merkez bankası şeffaflık ve hesap verebilirliğin ve para politikasına duyulan güvenin arttırmasındaki başarısı çoğu yazar tarafından kabul edilmektedir.

İlerleyen bölümlerde ilk olarak enflasyon hedeflemesi stratejisine getirilen tanımlar ve bu stratejinin avantajları anlatılmakta, ardından uygulandığı ülkelerde stratejinin başarısı incelenmektedir. Böylece enflasyon hedeflemesi stratejinin hem teorikteki avantajları ve uygulanabilirliği hem de pratikteki başarısı tartışılmaktadır. Daha sonraki alt bölümde ise enflasyon hedeflemesi stratejisinin yapısının, fiyat istikrarının yanında finansal istikrarın da sağlanmasına uygun olup olmadığı incelenmektedir.

3.1. Enflasyon Hedeflenmesi Stratejisinin Tanımlanması ve Avantajları

Tarihi süreçte diğer politika stratejilerinin başarısızlığı sonucunda enflasyon hedeflemesi stratejisinin popülerite kazanması, iktisatçıların bu konuya daha fazla odaklanmasına neden olmuştur. İktisat literatürü incelendiğinde enflasyon hedeflemesi stratejisi ile ilgili genelde benzer tanımların olduğu görülmektedir.

Sherwin (2000) yaptığı çalışmada enflasyon hedeflemesini, belirli bir dönemde enflasyon oranı için belirlenen nicel hedeflerin kamuoyuna resmi şekilde duyurulduğu, ayrıca birincil hedefin düşük ve istikrarlı enflasyon olduğu bir para politikası çerçevesi şeklinde tanımlamıştır. Mishkin ve Posen (1997) ise para politikası uygulayıcılarının belirlediği orta vadeli enflasyon hedefinin kamuoyuna ilan edilmesi olarak tanımlamıştır. Benzer olarak Mishkin vd. (1999) göre merkez bankasının enflasyon hedeflerini kamuoyuna duyurduğu sistem enflasyon hedeflemesi stratejisi olarak tanımlanışlardır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisi ile diğer para politikası stratejileri karşılaştırıldığında, enflasyon hedeflemesi stratejisinin birtakım avantajlarının olduğu görülmektedir. Avantajlardan en önemlileri şunlardır:

- Enflasyon hedeflemesi rejiminde, şeffaflık ve operasyonel esnekliği artırıcı uygulamaların yer alması, para politikası nihai hedefinin fiyat istikrarı olduğunun net bir şekilde belirtilmesi ve hedef enflasyon oranının ilan edilmesi merkez

bankası itibarını ve enflasyon beklentilerinin kontrol edilebilirliğini arttırmaktadır (Mishkin, 2000).

- Enflasyon hedeflemesi stratejisi, merkez bankasının ülke içindeki gelişmelere odaklanabilmesine ve yaşanabilecek içsel şoklara hızlı karşılık verebilmesine olanak tanımıştır (Mishkin, 2000: 7).
- Enflasyon hedeflemesi stratejisi kamuoyu tarafından kolay anlaşılabilirliği ve böylece şeffaf olması açısından da büyük avantaja sahiptir.
- Enflasyon hedeflemesi stratejisi, alternatiflerine göre daha esnek politika yapısına sahiptir. Bu strateji, merkez bankalarına uzun vadede enflasyonla mücadele taahhüdünü etkilemeden, orta vadeli gelişmeleri analiz etme ve gerektiği zamanlarda tepki verme imkânı sağlamaktadır (Schaechter, Stone ve Zelmer, 2000).
- Enflasyon hedeflemesi stratejisi, enflasyonla mücadelede büyük önemi olan, ekonominin daha verimli çalışmasını ve şoklara karşı dayanıklı olmasını sağlayan yapısal reformların uygulanması açısından önemlidir. Bu strateji hem de merkez bankasının kurumsallaşmasını sağlayarak, etkinliğini arttırmaktadır (Schaechter, Stone ve Zelmer, 2000: 30).

Bu avantajlarından dolayı günümüzde birçok ülkenin merkez bankası enflasyon hedeflemesi strateji çerçevesinde para politikalarını yürütmektedirler. Aşağıdaki bölümde enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş yapan ülkelerin, geçiş yapmadan önceki ve sonraki durumları incelenmektedir. Böylece bu para politikası stratejisinin pratikte nasıl sonuçlar ürettiği görülecektir.

3.2. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisini Uygulayan Ülkeler ve Uygulama Sonuçları

Tablo 1’de enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş yapan ülkeler ve geçiş sonrası enflasyon oranındaki değişiklikler gösterilmiştir. Tablo 1’de gösterilen ülkelerin genelinde enflasyon oranında olumlu değişimler gözlenmiştir. Enflasyon hedeflemesi rejimi bu ülkelerde başarılı bir şekilde uygulanmıştır. Bununla birlikte tablo-1’de enflasyon hedeflemesi stratejisinin yetersiz sonuçlar ürettiği ülkelerin de mevcut olduğu görülmektedir. Fakat, o ülkelerdeki olumsuzlukların başka faktörlerden kaynaklanabilme ihtimali de yüksektir.

Tablo 1: Enflasyon Hedeflemesi Rejimine Geçiş Yapan Ülkeler ve Uygulama Sonuçları

Ülke	Uygulamaya Geçiş Yılı	Açıklama	Geçiş yılı enf. Oranı	2009 enf. Oranı
Yeni Zelanda	Mart 1990	Fiyat istikrarının sağlanması ve para politikasının yönetimi 1990 yılında merkez bankasının sorumluluğuna verilmiştir. Böylece dünyada ilk kez enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanmaya başlanmıştır.	3,3	0,8
Kanada	Şubat 1991	Şeffaf politika uygulamaları ile enflasyon beklentilerini yönetmeye başlayan ve hükümetle koordineli çalışan Kanada Merkez Bankası olumlu sonuç elde etmiştir.	6,9	0,3
İngiltere	Ekim 1992	Enflasyon raporu ilk kes 1993 yılında İngiltere Merkez Bankası tarafından yayınlanmıştır. Uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisinin esası şeffaflık ve güvenilirlik olmuştur. İngiltere Merkez Bankası'nın başarı veya başarısızlığından dolayı herhangi bir ödüllendirme veya cezalandırma söz konusu değildir. İngiltere Merkez bankası sadece enflasyon hedefinin tutturulmasıyla ilgili, enflasyon raporu vasıtasıyla kamuoyuna açıklama yapmaktadır.	4	2,2
İsveç	Ocak 1993	İsveç Merkez Bankası'nın enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş amacı enflasyonist beklentileri kontrol etmek ve kamuoyu güvenini sağlamak olmuştur.	1,8	-0,3
Avustralya	Nisan 1993	1980 yıllarında yüksek olan enflasyon oranı önce tek haneli rakamlara çekilmiş ve daha sonra 1993 yılından itibaren enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanmaya başlanmıştır. İlk yıllarda para politikası aracı olarak kısa vadeli faiz oranları kullanılmıştır. Avustralya Merkez Bankası o dönem sadece enflasyon hedefine değil, aynı zamanda işsizliğe ve büyümeye de önem vermiştir.	2	1,9
İspanya	1994	Rejime geçiş yılında İspanya Merkez Bankası, hedefinin yüzde 3'den daha düşük enflasyon oranı olduğunu kamuoyuna ilan etmiştir.	4,6	1,3

Kaynak: Tablo, Roger (2010) ve Kaya (2012) çalışmaları kullanılarak yazar tarafından hazırlanmıştır.

3.3. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Temel Koşulları ve Finansal İstikrar Arasındaki İlişki

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin yapısı ve ön koşulları ile finansal istikrar arasında güçlü ilişki vardır. Bu ilişkiyi anlaşılabilir kılmak için ilk önce enflasyon hedeflemesi stratejisinin yapısını ve ön koşullarını görmek gerekmektedir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin yapısını ele alan literatürdeki öncü çalışmalardan birisi Mishkin (2000)'in çalışmasıdır. Bu çalışmaya göre enflasyon hedeflemesi yapısal olarak 5 unsurdan meydana gelmektedir:

- Enflasyona yönelik orta vadeli hedefin ilan edilmesi
- Merkez bankası birincil amacının fiyat istikrarı olması
- Merkez bankasının hedefine ulaşması için bağımsızlığın ve hesap verebilirliğin artırılması.
- Para politikası otoritesinin planları, kararları ve hedeflerinin şeffaf bir şekilde kamuoyu ile paylaşılması.
- Politika araçlarının nasıl kullanılacağına karar verirken sadece parasal büyüklükler değil, birçok değişkenin değerlendirilmesi.

Enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde para politikalarının etkin bir şekilde uygulanabilmesi ve bu politikalarla etkili sonuçların elde edilmesi için ise ekonomide bir takım ön koşulların sağlanmış olması gerekmektedir. Bu koşulların en önemlilerinden bazıları şunlardır:

- Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamak isteyen merkez bankasının hesap verebilir ve bağımsız olması gerekmektedir. Çünkü, merkez bankası bağımsızlığı ve hesap verebilirliği, enflasyon hedeflemesi çerçevesinde uygulanan politikaların etkinliği ve bu politikalara karşı kamuoyu güveninin artması için çok önemlidir. Merkez bankası bağımsızlığının ve hesap verebilirliğinin olması demek, merkez bankasının para politika araçlarını bağımsız bir şekilde belirlemesi, politikaların sonuçlarıyla ilgili kamuoyuna ve hükümete hesap vermesi demektir. Ayrıca, bu konuda çalışma yapan birçok çalışmaya göre, merkez bankası bağımsızlığının yasal düzenlemeler ile güvence altına alınması da para politikasına karşı güven ve

politikaların etkinliği için önemli bir husustur (Massson, Miguel ve Sharma, 1997: 8).

- Mali yapının sağlam olması enflasyon hedeflemesi için önemli hususlardan bir diğeridir. Özellikle, gelişen ülkelerde bu duruma dikkat edilmektedir. Bu ülkelerdeki siyasal durum, belirlenen enflasyon hedefini etkilemektedir. Özellikle bütçe açıklarını derinleştii dönemlerde merkez bankası üzerindeki baskı artabilmektedir (Khan, 2003: III: 2).
- Yeterince gelişmiş finansal piyasalar ve finansal sistemin istikrarlı olması enflasyon hedeflemesi stratejisi için önemlidir. Dolayısıyla, bu politika stratejisi çerçevesinde uygulanan politikaların istenen sonuca ulaşması için, finansal sistemin istikrarlı ve sürdürülebilir olmasını sağlayan özel makro-ihiyati mekanizmalar geliştirilmelidir (Mishkin, 1999: 18).
- Sermaye hareketlerinde istikrar ve yabancı ülke parasına bağımlılık seviyesi enflasyon hedeflemesi stratejisi için önemli bir koşuldur. Yüksek bir dolarizasyon seviyesi, fiyat hareketinin döviz hareketine bağlı olmasına neden olacaktır. Böylece, para politikası araçlarının enflasyona etkisi azalacaktır. (Mishkin, 2000: 10).

Stratejisinin başarısı için gereken önkoşullar ve enflasyon hedeflemesinin yapısal özellikleri finansal piyasalarda meydana gelen gelişmelerle de yakından ilişkilidir. Aşağıdaki alt bölümlerde, enflasyon hedeflemesi stratejisinin yapısının, fiyat istikrarının sağlanmasındaki öneminin yanı sıra finansal istikrarın sağlanmasındaki önemine de yer verilmektedir. Böylece bu strateji çerçevesinde para politikası uygulayan merkez bankalarının finansal istikrarı sağlayabilmesinde başarılı olup olmayacakları konusunda bir ön fikir elde edilecektir.

3.3.1. Güçlü Finansal Piyasaların Enflasyon Hedeflemesi Stratejisindeki ve Finansal İstikrarın Sağlanmasındaki Önemi

Enflasyon hedeflemesinin başarılı olması için gerekli olan önkoşullardan birisi gelişmiş bir finansal piyasalar ve istikrarlı finansal sistemin olmasıdır. Gelişmekte olan ülke merkez bankalarının finansal krizlere karşı daha savunmasız olmalarından dolayı, finansal istikrarsızlık onlar için daha büyük endişe kaynağıdır. Birçok gelişmekte olan ülkelerin merkez bankası enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş yapmadan önce

finansal sistemin istikrarını iyileştirmek amacıyla büyük önlemler almıştır (Carare, Schaechter ve Zelmer, 2002: II, 14).

Finansal sistemin istikrarı, para politikasının güvenilirliğini artırmakta ve bunun sonucu olarak enflasyon beklentileri enflasyon hedefine göre şekil almaktadır. Enflasyon beklentilerini kontrol etmenin, enflasyonla mücadelede çok önemli bir faktör olduğu, iktisat yazınında ortak kabul görmüş bir konudur. Benzer şekilde iyi işleyen, derin ve likit finansal piyasalar, varlık fiyatlarındaki hareketler ve piyasa beklentileri ile ilgili merkez bankasına bilgi aktarımını sağlamaktadır. Aynı zamanda derin ve likit piyasaların şokları bastırma (absorb) özelliği, finansal sistemi şoklara karşı daha dirençli hale getirmektedir. Bundan dolayı böyle bir piyasanın varlığında merkez bankası kısa vadeli şoklarla ilgilenmek yerine, enflasyon hedefine odaklanabilmektedir (Carare, Schaechter ve Zelmer, 2002: II, 14).

Bunlara karşın, finansal istikrarsızlık hüküm süren ülkede enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan bir merkez bankası, enflasyon hedefini gerçekleştirmek için yapması gereken uygulamalardan çekinebilmektedir. Çünkü finansal istikrarsızlık durumunda para politikasına duyulan güven azalmaktadır ve bu nedenle enflasyonu düşürücü yönde yapılan uygulamalar istenenin tersi şeklinde enflasyonu daha da hızlandırabilmektedir. (Ötker ve Freedman, 2010: X, 10). Diğer bir ifadeyle finansal istikrarsızlık durumunun varlığı, para politikasına duyulan güveni olumsuz etkileyerek enflasyon hedeflemesi stratejisine zarar vermektedir.

Finansal istikrarsızlığa benzer şekilde finansal piyasaların yeterli miktarda gelişmemiş olması da enflasyon hedeflemesi rejiminin sürdürülebilirliğini olumsuz etkilemektedir. Yeterli derinliğe ulaşamamış finansal piyasalarda, finansal piyasaları etkileyen para politikası araçlarının kullanımına olan güven sınırlıdır (Carare, Schaechter ve Zelmer, 2002: II, 15). Yani böyle bir durumda merkez bankasının, para politikası araçlarını kullanabilme yeteneği zayıflamaktadır.

Görüldüğü gibi finansal istikrarsızlık veya finansal piyasaların yeteri miktarda gelişmemiş olması Fraga, Goldfajn, ve Minella (2003) “finansal baskınlık” ve “mali baskınlık” diye adlandırılan iki sorunu meydana getirmektedir. Bankacılık krizinin olduğu bir ekonomide, para politikası otoritesinin sıkı politikayı tercih etmekten kaçındığı, zira böyle bir politika uygulanırsa da başarı olasılığının düşük olduğu durum

“finansal baskınlık” olarak adlandırılmaktadır. “Mali baskınlık” ise merkez bankasının, bütçe açığını kapatması için baskıya maruz kalması durumudur. Ötker ve Freedman (2010)’a göre mali baskınlığın olduğu ülkelerde, merkez bankası tek bir politika aracını hem hükümet açıklarını finanse etmek hem de enflasyon hedefine ulaşmak amacıyla kullanırsa, her iki hedefine de ulaşamayacaktır.

Carare vd. (2002)’ye göre finansal piyasalara erişiminin sınırlı olmasından dolayı bütçe açıklarının merkez bankası kaynaklarından finanse edildiği ülkelerde mali baskınlık problemi oluşabilmektedir. Özellikle kısa vadeli borçlanmanın yaygın olduğu ekonomilerde kamu borcunun sürdürülebilirliğine duyulan endişeler risk primini arttırmakta ve merkez bankasına faiz oranı kanalını kullanarak piyasa faizlerini etkileme gücünü zayıflatmaktadır. Bu durum para politikası aktarım mekanizmasının işleyişini olumsuz etkilemektedir. Ayrıca bireylerin mali baskınlıkla ilgili duydukları endişenin de enflasyon beklentilerini olumsuz etkilemesi, merkez bankasının para politikasını yürütmesini iyice zorlaştırmaktadır (Fraga, Goldfajn ve Minella, 2003: 25). Başka bir ifadeyle mali baskınlık probleminin varlığı kamuoyunda enflasyon hedefinin gerçekleştirilemeyeceğine yönelik beklentilerin oluşmasına neden olmakta ve para politikasına duyulan güveni sarsmaktadır (Roger, 2009: 09: 24). Dolayısıyla sağlıklı ve sürdürülebilir maliye politikaları mali baskınlık gibi sorunları azaltarak, merkez bankasına enflasyon hedefinin gerçekleştirilmesi konusunda yardımcı olacaktır.

Görüldüğü gibi zayıf finansal sistemin ve finansal istikrarsızlığın varlığı enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde uygulanan politikaların etkinliğini sınırlandırmaktadır. Dolayısıyla, etkin politikalarla fiyat istikrarını elde etmeye çalışan merkez bankalarının, bu amaç çerçevesinde ilk olarak finansal sistemin istikrarını sağlamaları gerekmektedir.

3.3.2. Merkez Bankası Bağımsızlığı ve Finansal İstikrar

Daha önce bahsedildiği gibi bağımsız bir merkez bankası fiyat istikrarı için çok önemlidir. Özellikle disiplinsiz mali yapıya sahip ekonomilerde merkez bankalarının bağımsızlığının sağlanması fiyat istikrarı için temel gereksinimlerden birisidir (Fischer, 1996: 36). Ancak dünya genelinde incelendiğinde finansal sistemdeki değişimlerle birlikte, merkez bankalarının bağımsızlığında değişimin fazla yaşanmadığı görülmektedir (Issing, 1993: 36).

Merkez bankalarının bu rejim çerçevesinde enflasyon hedefini kamuoyuna ilan etmesi, devletin para politikasını merkez bankasına devretmesini yansıtmaktadır. İktisadi karar birimlerinin ilan edilen hedeflere güvenmesi, bu hedeflerin bağımsızca belirlenmesine bağlıdır. Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan merkez bankaları, enflasyon hedeflerini gerçekleştirmek için, politika araçlarını bağımsız bir şekilde kullanmalıdırlar (Carare, Schaechter ve Zelmer, 2002: II, 6).

Bağımsızlık kavramı, merkez bankasının doğrudan müdahale veya baskıya maruz kalmadan kendisine verilen yasal görevler doğrultusunda para politikasını uygulayabilme ve ayarlayabilme gücüne sahip olmasını ifade etmektedir. Oktar (1996)' a göre merkez bankası bağımsızlığı 4 kategoride incelenebilmektedir. Bu bağımsızlık çeşitleri ve ifade ettikleri ilkeler ise şunlardır:

- Yasal bağımsızlık, merkez bankasına karar alma sürecinde bağımsızca hareket edebilmesinin yasal yollarla güvence altına alınmasıdır. Merkez bankası başkanlarının atanması, görevden uzaklaştırılması, hükümete verilecek kredinin miktarı ve vadesi gibi düzenlemeler yasal bağımsızlığın koşullarıdır.
- Fiili bağımsızlık kavramı merkez bankasının başkanı ve yöneticilerinin kişilikleri, yetkinlikleri ve saygınlıkları, bunun yanı sıra merkez bankası yönetimi ve gelenekleri ile ilgili bir kavramdır.
- Politik bağımsızlık, para politikası hedefinin merkez bankası tarafından bağımsızca belirlenebilmesini ifade etmektedir.
- Ekonomik bağımsızlık kavramı, para politikası hedefinin gerçekleştirilmesi adına kullanılacak politika araçlarının merkez bankası tarafından bağımsızca belirlenebilmesidir.

Merkez bankası bağımsızlığı özellikle gelişmekte olan ekonomiler için çok önemli bir konudur. Çünkü tarihsel örnekler hükümetin para politikası araçlarını kendi amaçları çerçevesi kullandıklarını göstermektedir. Buna çözüm olarak merkez bankası bağımsızlığının yasaya bağlanması hükümetin para politikasına müdahalesi sonucu oluşabilecek enflasyonist baskıların önüne geçilmesine neden olmakta ve aynı zamanda hükümetin de para politikasının nihai hedefinin fiyat istikrarı veya düşük enflasyon olduğunu kabul ettiğini kamuoyuna göstererek para politikasına olan güveni arttırmaktadır. Bundan dolayı merkez bankası bağımsızlığının yasal düzenlemelerle

tanımlanması büyük önem arz etmektedir (Ötker ve Freedman, 2010: X: 8). Fakat burada dikkat edilmesi gereken konu, kanun çerçevesinde sağlanan bağımsızlığın fiili olarak uygulanıp uygulanmamasıdır. Merkez bankası bağımsızlığı kanun çerçevesinde kabul edilse de gerçekte bu durum uygulamada mevcut olmayabilir. Yani merkez bankası bağımsızlığı yasal olarak korumaya alınsa da bu durum bağımsızlığının kesin olarak sağlandığı anlamına gelmemektedir.

Merkez bankası bağımsızlığı birçok akademik çalışmada iki açıdan değerlendirilmektedir. Bunlardan birisi araç bağımsızlığı, diğeri amaç bağımsızlığıdır. Araç bağımsızlığı, merkez bankasının hedefine ulaşmak için kullanacağı politika araçlarını hükümetin müdahalesi bulunmadan, bağımsız bir şekilde belirlemesidir. Amaç bağımsızlığı ise, merkez bankasının nihai politika hedefinin özgürce belirlenmesidir. Başka sözle, eğer merkez bankası para politikasının nihai amacını belirlerken, bunu hükümet baskısına maruz kalmadan, özgürce yapıyorsa, araç bağımsızlığı sağlanmış demektir. Bir ülkenin merkez bankasında araç ve amaç bağımsızlığının ikisinin de olabileceği gibi, bunlardan birisinin var olup diğerinin olmaması durumu da olabilir. Örneğin para politikasının nihai hedefinin hem merkez bankası hem de hükümet tarafından ortaklaşa belirlenip, bu hedefe ulaşmak için kullanılacak politika araçlarının seçilmesi ve uygulanması tamamen merkez bankasına bırakılabilir. Böyle bir durumda araç bağımsızlığı sağlanmıştır fakat amaç bağımsızlığı mevcut değildir (Debelle ve Fischer, 1994: XXXVIII, 196). Merkez bankası bağımsızlığından bahsedilirken genelde araç bağımsızlığı daha fazla dikkate alınmaktadır.

Merkez bankası bağımsızlığı fiyat istikrarı için önemli olduğu gibi finansal istikrar için de büyük önem taşımaktadır. Klomp ve de Haan (2009), merkez bankası bağımsızlığı ve finansal istikrarsızlık arasındaki ilişkiyi ölçmek için 1985-2005 arası 20 yıllık dönemde 80 ülke verilerinin kullanıldığı dinamik modeller oluşturmuşlardır. Tahmin sonucunda elde edilen bulgular, merkez bankası bağımsızlığı ile finansal istikrar arasında pozitif korelasyon olduğu göstermektedir.

Merkez bankası bağımsızlığının finansal istikrar üzerindeki etkileri kriz döneminde ve krizin yaşanmadığı normal dönemlerde farklılıklar göstermektedir. Krizin ortaya çıktığı dönemlerde merkez bankası krizin daha fazla büyüüp yayılmaması için genişleyici para politikası uygulamaktadırlar. Genişlemeci para politikaları

uygulamalarında hükümet yaptırımlarının kaçınılmaz olmasından dolayı bu durum merkez bankası bağımsızlığına zarar vermektedir. Yani kriz dönemlerinde finansal istikrarın yeniden sağlanması için merkez bankası bağımsızlığından vazgeçebilmektedir. Finansal krizlerin olmadığı dönemlerde ise gelecekte ortaya çıkabilecek krizleri önleyici politikaların uygulanması merkez bankası bağımsızlığı ile pozitif ilişkilidir. Merkez bankası bağımsızlığının sağlanması hükümetin makro düzeyde denetime müdahalesini sınırladığı için, makro verilerin gerçekçiliği yükselebilmektedir (Claudio Borio, 2011).

Klomp ve de Haan (2009)'a göre bağımsızlık, merkez bankasını politik baskılardan uzaklaştırdığı için merkez bankası, finansal problemleri daha rahat analiz ederek finansal istikrarsızlığı azaltmaya daha fazla odaklanmaktadır. Bu durum finansal piyasalarda krize neden olma ihtimali yüksek olan etkenlerin erken gözlemlenerek, krizi önleyici tedbirlerin alınmasına da olanak sağlamaktadır.

3.3.3. Hesap Verebilirlik, Şeffaflık ve Finansal İstikrar

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamanın temel şartlarından biri de merkez bankasının kamuoyuna hesap verebilirliğinin ve yine kamuoyuna politika tasarım ve uygulamasını ana hatları ile iletecek kadar şeffaflığın olmasıdır (Khan, 2003: III: 11).

Hesap verebilirlik merkez bankalarının uyguladığı politikalardan, bu politikaların sonuçlarından ve kurumsal yönetiminden, toplumun her kesimine karşı sorumlu olmasını ifade etmektedir. Bağımsız bir merkez bankası fiyat istikrarı sağlarken, bu bağımsızlığı ona veren topluma karşı sorumluluklarını yerine getirmektedir. Merkez bankası şeffaflığı ise para politikası stratejisinin amaçları ve uygulamaları ile ilgili bilgilerin kamuoyu tarafından kolay anlaşılacağı şekilde olmasıdır (TCMB, 2012a: 10-11).

Merkez bankalarının hesap verebilirliği ile ilgili düzenlemeler genellikle merkez bankası kanunlarında yerini almaktadır. Bunun yanı sıra, para politikası amaçlarının ve sorumluluklarının özel düzenlemeler veya sözleşmelerde düzenlendiği ülkeler de vardır (BIS, 2009: 139).

İleriye dönük ve etkili hesap verebilirlik, politikaların şeffaflığına büyük ölçüde bağlıdır. Politika şeffaflığı özellikle, politika aktarım mekanizması, makroekonomik tablo ve politikaların oluşturulmasında dikkate alınması gereken risklerin ve belirsizliklerin de halka açıklanmasını içermektedir (Roger, 2009: 09: 8).

İktisat yazınında merkez bankasının şeffaflığı denince tam olarak nelerden söz edildiğini Roger (2009) şöyle açıklamıştır:

- Enflasyon hedeflerinin açık bir şekilde ilan edilmesi.
- Kamuoyuna, para politikasının yönünü değerlendirmek için yeterli bilginin kamuoyuna açıklanması.
- Para politikasındaki değişikliklerin ve bu değişikliklerin arkasındaki nedenlerin, enflasyon üzerindeki olası etkisinin kamuoyuna açıklanması.
- Olası bir hedef ihlali sebeplerini, enflasyonun düzelmesi için alınacak politika önlemlerinin önceden kamuoyuna açıklanması.
- Para politikası performansının analiz edilerek kamuoyuna açıklanması.

Eijffinger ve Geraats (2006)'a göre, para politikası şeffaflığı, merkez bankalarının politika uygulama süreciyle ilgili bilgilerin ne kadarını kamuoyuyla paylaştığını tartışan bir ifadedir. İlgili çalışmada, merkez bankası şeffaflığını beş kategoriye ayırarak incelenmiştir:

- Siyasi şeffaflık: Politika hedefleri konusundaki açıklığı tanımlayan kavramdır. Bunun yanı sıra, siyasi şeffaflık amaçların kesin olarak açıklanması ve farklı çatışan hedefler arasında en önemlisini seçerek o hedefin niceliksel olarak duyurulmasıdır. Siyasi şeffaflık merkez bankası bağımsızlığı ve merkez bankası sözleşmeleri gibi kurumsal düzenlemelerle geliştirilmektedir.
- Ekonomik şeffaflık: Para politikası tarafından karar sürecinde kullanılan ekonomik bilgilerin kamuoyuna ilan edilmesini ifade etmektedir. Bu bilgilere merkez bankasının kullandığı ekonomik veriler, politika modelleri ve merkez bankasının iç tahminleri dahildir. Özellikle tahminlerin yayınlanması şeffaflığın en önemli unsurudur.
- Prosedür şeffaflığı: Merkez bankasının karar alma sürecindeki bilgilerin kamuoyu ile paylaşılmasını ifade etmektedir. Prosedür şeffaflığı açık bir para politikası kuralları ve stratejilerini, para politikası ile ilgili toplantı tutanakları ve oylama sonuçlarını içermektedir.
- Politika şeffaflığı: Para politikası ile ilgili kararların gecikmesiz, hızlı bir şekilde duyurulması anlamına gelmektedir.

- Operasyonel şeffaflık: Para politikalarının etkinliğini arttırmak için yapılan piyasa müdahaleleri ile ilgili bilgilerin kamuoyuyla paylaşılmasını ifade etmektedir.

Merkez bankalarının, enflasyon hedeflerinin yayınlanması, dönemsel raporların yayınlanması, hedefin gerçekleşmemesi durumunda özel raporların ve mektupların yayınlanması, merkez bankası başkanı tarafından yapılan konuşmalar, düzenlenen konferanslar, analist veya uzmanların yazdığı makale ve çalışmaların sıklıkla yayınlanması, merkez bankalarının web sitelerinde daha fazla bilginin bulunması gibi şeffaflığı arttırmaya yönelik çeşitli uygulamaları vardır (Roger, 2009: 09: 10). Bunların yanı sıra yakın zamanlarda Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının da aralarında bulunduğu birçok merkez bankasının oluşturdukları resmi blog sitelerden, ilgili konularda yazılan yazıların yayınlanması, analiz, rapor veya hedeflerin videolu kolay sunum şeklinde yayınlanması ve sosyal medyanın merkez bankaları tarafından aktif olarak kullanılması gibi uygulamalar da şeffaflığı ve hesap verebilirliği arttırmaya yönelik olgulardan sayılabilmektedir.

Merkez bankası şeffaflığının ve hesap verebilirliğin artırılması, para politikasına çeşitli açılardan olumlu katkılar sunduğu merkez bankalarınca genel kabul görmüştür (Freedman ve Laxton, 2009: 3-4). Merkez bankasının düzenli olarak yıllık raporların yayınlaması hesap verebilirliğin başlıca olgusudur. İlk enflasyon raporu yayınlayan Yeni Zelanda Merkez Bankası yani RBNZ'dir. Onu takiben sırasıyla İngiltere Merkez Bankası, İsveç Merkez Bankası (Riskbank of Sweden), Kanada Merkez Bankası enflasyon raporları yayınlayan ilk merkez bankaları olmuşlardır. Artık günümüzde çoğu merkez bankası enflasyon raporu yayınlamaktadır (Debelle, 1997: 18).

Merkez bankasının kamuoyuna hesap verme sorumluluğu, politikayı dış etkenlerden gelen baskılara karşı direncini güçlendirir. Yani merkez bankasının yüksek derecede hesap verebilirlik standardı, diğer hususların dikkatini dağıtıcı teşviklerini minimuma indirir ve görev sürecinin devamlılığı adına bağımsızlığının en üst düzeye çıkmasına yardımcı olur (Roger, 2009: 09: 8). Özellikle yaklaşan seçimler zamanı iktidar hükümet, yüksek büyüme gibi geçici değişkenlere odaklanabilmekte ve bununla ilgili merkez bankasına da baskı uygulayabilmektedir. Merkez bankası hesap verebilirliği bu baskıları minimuma indirmekte ve böylece hükümetin, kendi siyasi çıkarı için uygulamak

istediği politikaların sonucunda oluşabilecek olumsuzlukların kısmen önüne geçmektedir (Bernanke ve Mishkin, 1997: 107).

Hesap verebilirlik ve şeffaflığın merkez bankası politika güvenilirliğini arttırarak fiyat istikrarının sağlanmasına da yardımcı olmaktadır. Hesap verebilirlik ve şeffaflığın fiyat istikrarını arttırma süreci aşağıdaki kanallarla gerçekleşmektedir:

- Hesap verebilirlik ve şeffaflık merkez bankasının araç bağımsızlığını arttırmakta ve dengelemektedir. Çünkü merkez bankasının politikalarıyla ilgili kamuoyuna karşı şeffaf olması, politika sonuçlarıyla ilgili sürekli hesap vermekten kaçınmaması merkez bankasına yönelik politik baskıları sınırlandırmaktadır (Debelle, 1997: 18).
- Hesap verebilirlik ve şeffaflık politikaların amacıyla ilgili belirsizliğini azaltmaktadır. şeffaflık açısından, enflasyon hedefinin açıklanması merkez bankasının niyetlerini açığa çıkardığı için, kamuoyunun ve piyasaların gelecekteki enflasyonun seyriyle ilgili belirsizliği azalmaktadır. Enflasyonun çoğu zaman belirsizliği ve değişkenliği yüzünden yükseldiği birçok çalışmadan gözlemlenmiştir. Çünkü belirsiz enflasyon, uzun vadeli tasarruf ve yatırım kararlarını zorlaştırmaktadır ve ayrıca nominal finansal ücret sözleşmelerindeki riskliliği arttırmaktadır (Bernanke ve Mishkin, 1997: 106).
- Enflasyon hedeflemesi rejimi merkez bankaları tarafından, kısa dönemde uygulanan keyfi politikaların sonuçlarıyla ilgili uzun dönemde hesap verilmesini gerektirmektedir. Bu durum para politikasının disiplinli bir şekilde yürütülmesine katkı sağlamaktadır. Disiplinli para politikası merkez bankasının düşük işsizlik gibi diğer amaçların da takibine olanak tanımaktadır. Sonuçta işsizliğin de enflasyonun da normal düzeyde olduğu dengede bir ekonomi, sadece enflasyonu düşük olan ekonomiden daha iyidir (Bernanke ve Mishkin, 1997: 107-8).

Merkez bankasının hesap verebilirlik ve şeffaflık ilkeleri sadece hedeflenen enflasyon hedefinin gerçekleşmesi için değil, aynı zamanda da finansal istikrarın da sağlanması için de elverişli ortam hazırlamaktadır. Özellikle merkez bankalarının şeffaflığı, enflasyon hedefini gerçekleştirmenin yanı sıra, finansal istikrar politikaları çerçevesinde finansal piyasalarda ortaya çıkabilecek sorunların önceden tahmin edilmesi için de önemli bir olgudur. Finansal piyasalarda çıkabilecek sorunların önceden tahmin

edilmesi ise, finansal sistemin istikrarı için atılacak adımların vaktinde yapılmasını sağlamaktadır.

Finansal istikrarı da amaçlayan birçok merkez bankası, finansal istikrar raporlarını düzenli olarak yayınlamaktadır (finansal sistemin istikrarıyla ilgili ilk raporlar İngiltere Merkez Bankası tarafından 1996 yılında ve onu takiben Riskbank tarafından 1997 yılında yayınlanmıştır). Bu raporda finansal istikrar adına yapılan makro-ihtiyati politikalar, finansal sistemin durumu ve finansal sistemin istikrarına yönelik tehditler değerlendirilmektedir. Finansal istikrar raporlarında makro ihtiyatlılık analizlerine de yer verilmesi, finansal sistemi tehdit eden etkenlerin daha erken belirlenmesini ve bu tehditlere karşı zamanında, gecikmesizin uygun önleyici adımların atılmasını sağlamaktadır (Sotomska Krzysztofik ve Szczepanska, 2006: 22).

Şeffaflık ve hesap verebilirlik, politika belirsizliğini azalttığı için gelecekteki enflasyonun seyriyle ilgili belirsizliği de azaltmaktadır. Ne olacağı belirsiz, piyasa tarafından tahmin edilemeyen enflasyon oranı ise uzun vadeli tasarruf ve yatırım kararlarını zorlaştırmakta, finansal ücret sözleşmelerinin riskliliğini arttırmakta ve finansal piyasalarda oynaklığa neden olabilmektedir (Bernanke ve Mishkin, 1997: 106). Bundan dolayı şeffaflık ve hesap verebilirliğin belirsizliği azaltma özelliği hem finansal piyasaların merkez bankasının uygulamalarını öngörebilmesini sağladığı için aktarma mekanizmasının etkinliğine, hem de finansal piyasalardaki oynaklığın azaltılmasına yardımcı olmaktadır. Buna karşın şeffaflığın olmamasının dolayı ortaya çıkan sorunlardan birisi olan asimetrik bilgi, bu bilgiye sahip olmayanlar için belirsizlik oluştururken, bilgiye sahip olanlara bu bilgiden çıkar sağlamak imkânı yaratıyor. Ayrıca bilgiye sahip olanların, diğerlerinin düşüncelerini yönlendirebilmesi durumu da oluşabilmektedir. Sonuç olarak merkez bankasında şeffaflığın olmaması durumu, her iki şekilde de finansal istikrarsızlığa neden olabilmektedir (Geraats, 2002: 535).

Bunların yanı sıra hesap verebilirliğin ve şeffaflığın yüksek olması para politikası güvenilirliğini arttırdığından dolayı, merkez bankası reel ekonomilerde ve piyasalardaki gelişmeler karşısında daha esnek davranabilmektedir. Başka sözle ifade edersek yüksek şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkesi merkez bankasının fiyat istikrarının yanı sıra, finansal istikrara da odaklanabilmesine yardımcı olmaktadır (Svensson, 2010: 3).

Özet olarak, enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde merkez bankası hesap verebilirliğinin ve şeffaflığının var olması hem merkez bankalarının nihai hedefi olan fiyat istikrarının hem de finansal istikrarın sağlanması için gerekli koşullardan birisidir.

3.3.4. Dalgalı Kur Rejiminin Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Başarısı ve Finansal İstikrarın Sağlanması Açısından Önemi

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde döviz kuru dalgalanmaya bırakılmaktadır. Bundan dolayı nominal döviz kuru, döviz kuru hedeflemesi stratejisine göre daha fazla oynaklıklar göstermektedir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinde enflasyon haricinde herhangi başka bir hedef açıklanmamaktadır. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan merkez bankaları döviz kuruyla ilgili de herhangi bir taahhütte bulunmamaktadır. Bunun nedeni enflasyon oranı dışında ikinci bir hedefin merkez bankası tarafından açıklandığı durumda para politikası güvenilirliğinin zarar görebilmesidir. Örneğin, merkez bankalarının hem enflasyon hedeflerini yayınladığı hem de döviz kuruyla ilgili bir taahhütte bulunduğu anda, bu iki hedefin çelişmesi durumunda kamuoyunda, merkez bankasının enflasyona yeterince odaklanmadığı yönünde bir algı oluşursa, para politikası güvenilirliği büyük ölçüde sarsılabilir (Ötger ve Freedman, 2010: X: 11).

Döviz kuru hareketlerine ilişkin endişelerden birisi, bu dalgalanmaların mali kırılganlığa neden olabilmesidir. Çünkü döviz kurundaki dalgalanmalar başta en önemli varlık olan paranın yanı sıra, diğer varlıkların fiyatlarında da keskin dalgalanmalara neden olabilmektedir. Varlık fiyatlarındaki keskin veya tahmin edilemeyen değişimlerin olması ise, finansal sistemi olumsuz etkilemektedir. Dolayısıyla, esnek döviz kuru, ülke parası değerinin serbestçe dalgalanmasına izin veren bir sistem olduğundan dolayı, bazen mali kırılganlığa neden olabilmektedir. Örneğin, dövizdeki dalgalanmaya izin verilen bir sistemde eğer firmalar dışarıdan büyük miktarda borç almışsa ve bu firmalar aldıkları borç karşısında ürettikleri ürünleri iç pazarlarda sattıklarından dolayı kazançları yerli para cinsinden ise, ani devalüasyon yabancı para cinsinden bu borcun maliyetini yükseltebilir ve mali sıkıntı yaşayan firmalar teker teker iflasa doğru sürüklenebilmektedir (Velasco, 2000: 9).

Bunlara karşın dalgalı kur rejiminin olumlu yönleri de birçok iktisatçı tarafından savunulmaktadır. Dalgalı kur rejimi iktisadi karar birimlerini kur hareketlerini dikkate

olarak işlemler sırasında daha temkinli davranmaya teşvik etmektedir. Bunun nedeni dalgalı kur rejiminde, sabit kur rejimindeki gibi döviz kurunun düzeyi ile ilgili herhangi bir garantinin sağlamamasıdır. Dalgalı kur rejiminde yerli yatırımcılar, yabancı para birimi ile yüksek miktarda borçlanarak, risk almaktan kaçınılmaktadırlar. Bu durum ise merkez bankasına kurdan bağımsız bir şekilde, dış kırılganlıklarla mücadele gibi başka amaçlar gütmeyen, enflasyon odaklı politikalar uygulayabilmeleri için olanak sağlamaktadır (Velasco, 2000: 10).

Enflasyon hedeflemesi stratejisine geçen çoğu merkez bankası dalgalı kur rejimi uygulamaktadır. Ancak bu ülkelerin merkez bankaları döviz kurundaki dalgalanmalara, gerek gördüğü zaman müdahale edebilmektedir. Merkez bankaları, sadece döviz kurundaki aşırı dalgalanmalardan doğacak negatif etkilerin fazla olduğunu gözlemlerse, döviz kuruna istikrar sağlayıcı politikalarla müdahalede bulunabilmektedir. Merkez bankasının bu amaçla uyguladığı politikalar “*rüzgâra karşı durma politikaları*” kapsamında yer almaktadır. Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan merkez bankaları dalgalı döviz kuru rejimi uygulasa da fiili olarak döviz kurunu rüzgâra karşı durma politikaları ile kontrol altına almaktadırlar (Leiderman, Maino ve Parrado, 2006: 5).

Döviz kurundaki dalgalanmalar, gelişmekte olan ekonomilerde sanayileşmiş ekonomilere nazaran daha fazla sorun olarak algılanmaktadır. Bunun nedeni döviz kurundaki dalgalanmaların fiyatlardaki dalgalanmaları etkileme ihtimalinin gelişmekte olan ekonomilerde daha fazla olmasıdır. Çünkü gelişmekte olan ekonomilerde, gelişen ekonomilere nazaran ithal edilen tüketim mallarının, ihraç edilen tüketim mallarına oranı daha yüksektir (Ötker ve Freedman, 2010: X: 11).

Gelişmekte olan ekonomilerde dalgalanma korkusunun 3 temel nedenini şöyle özetlenebilmektedir:

- Döviz kurundan enflasyona geçiş etkisi: Döviz kurundaki yüksek dalgalanmalar ithal ara mal ve ithal nihai mal fiyatları vasıtasıyla enflasyona aktarılmaktadır. Bundan dolayı merkez bankaları döviz kurundaki aşırı istikrarsızlığa müdahale etmek zorunda kalabilir (Ötker ve Freedman, 2010: X: 11).
- Dolarizasyon ve ilk günah: Yüksek enflasyon probleminin mevcut olduğu ülkelerde para ikamesi sorununun yaşanması, bankacılık kesiminin döviz

yükümlülüğünü arttırarak kur riskini yükseltmekte, böylece döviz kurunun finansal piyasalar üzerindeki etkisini arttırmaktadır. “İlk günah” ise dışarıdan dövizle borç alınamama veya yurt içi piyasalarda uzun vadeli borç ilişkilerinin yürütülmemesi durumunu ifade etmektedir. Bunların sonucu olarak ortaya çıkan para uyumsuzluğu ve vade uyumsuzluğu sorunları finansal istikrarı önemli miktarda tehdit etmektedir (Calvo ve Reinhart, 2000: 5).

- Ani duruş sorunu: Ülke dışındaki ekonomilerde yaşanan olumsuzluklar sonucu sermaye akımının aniden durması veya tersine dönmesi durumudur. Sermaye akımındaki bu değişim döviz kurunu yükseltmekte ve merkez bankasının enflasyon hedefini gerçekleştirmesini zorlaştırmaktadır. Enflasyon hedefini gerçekleştirmek isteyen merkez bankaları bu durumda politika faiz oranlarında çok büyük değişimler yapacaktır ve sonuç olarak hem finansal istikrarı olumsuz etkilenecek hem de para politikasına duyulan güven sarsılacaktır (Calvo ve Reinhart, 2000: 5).

Özetle yukarıdaki açıklamalar enflasyon hedeflemesi stratejisinde dalgalı kur rejimi uygulayan merkez bankalarının, resmi olarak döviz dalgalanmaya bıraksa da gerçekte risk olarak algıladığı aşırı dalgalanmalara müdahale ettiklerini göstermektedir. Gelgelelim dalgalanma korkusuyla faiz oranının belirlendiği para politikası hem finansal istikrarı olumsuz etkileyebilmekte hem de enflasyon hedefinin gerçekleşmesini zorlaştırabilmektedir. Buna çözüm olarak merkez bankası dövizle ilgili yaptıkları politikaların amaçlarını şeffaf bir şekilde kamuoyuna paylaşmalı ve finansal istikrarı düzenli olarak yakından gözetmelidir.

BÖLÜM 2

TCMB’NİN ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ ÇERÇEVESİNDE UYGULADIĞI POLİTİKALAR

2008 küresel krizinden önce merkez bankaları için tek hedef olarak fiyat istikrarı kabul edilmekteydi. Geleneksel görüş olarak adlandırılan bu anlayış, fiyat istikrarındaki bozulmanın uzun dönemde finansal istikrarı tehdit ettiğini ve fiyat istikrarının sağlanması durumunda finansal istikrarın kendiliğinden sağlanacağı düşüncesini ileri sürmekteydi. Diğer bir ifadeyle, sadece fiyat istikrarının sağlanmasının finansal istikrarın da oluşması için yeterli olduğu ve finansal istikrarı sağlamak adına politika uygulamalarına gerek olmadığı kabul edilmekteydi. Dolayısıyla merkez bankaları kurumsal olarak bu anlayış doğrultusunda yapılanmaktaydı. Bundan dolayı pek çok ülkenin merkez bankası yaklaşan finansal krizi çok geç fark etmişlerdir. Fark ettikleri zaman ise bu krize karşı etkin politika çerçevelerinin ve araçlarının bulunmadığını anlamışlardır. Bundan dolayı çoğu ülkede maliyeti çok yüksek olan küresel krizler yaşanmıştır. Böylece merkez bankaları, ekonomilerine ağır darbe vuran küresel krizden, fiyat istikrarı sağlamaya çalışırken finansal sistemde biriken risklerin göz ardı edilmesinin yanlış olduğunu anlamışlardır. Finansal istikrara, fiyat istikrarından daha çok odaklanılması gerektiğini savunan çalışmalar giderek yaygınlaşmaya başlamıştır (Bianchi ve Quadri, 2014: 14).

Bretton Woods’dan 2007 yılına kadarki süreçte finansal piyasaların etkin ve verimli işlediği kabul edilmekteydi. Geleneksel görüşün hüküm sürdüğü o dönemde finansal krizler finansal sistemin kendi kendini düzeltmesi olarak düşünülmekte ve politika hataları ile açıklanmaktaydı. Ancak 2008’de yaşanan krizin ardından genel kabulün aksine fiyat istikrarının finansal istikrarsızlığa neden olduğu ortaya çıkmıştır. Aslında bu durum hiç şaşırtmamıştır. Çünkü 90’lı yılların sonunda ortaya çıkan krizlerdeki esas neden, fiyat istikrarının uzun dönemde varlık fiyatlarında ortaya çıkardığı balon olduğu iktisatçılar tarafından çok kez dile getirilmiştir (C Borio, Furfine ve Lowe, 2001: XIX, 49). Bilindiği gibi fiyat istikrarının sağlanması tüketici fiyatlarında enflasyon olmaması anlamına gelmektedir. Tüketici fiyatlarının düşük seviyede olması faizlerin inmesine, faizlerin inmesi kredi maliyetinin azalmasına ve paranın bollaşmasına neden olmakta ve sonuç olarak kredi arzında artış ortaya çıkmaktadır. Bu kredilerden yararlanan bireyler

borçlandıkları parayla daha fazla varlık talebinde bulunmaktadır. Varlık talebindeki artışın sonucunda ise varlık fiyatlarında balon meydana gelmektedir. Varlık fiyatlarında balonun oluşması finansal istikrarsızlığın temel varsayımlarından olduğu için, uzun dönemde fiyat istikrarının finansal istikrarsızlığa neden olduğu söylenebilmektedir (Lütfü Şimşek, 2012: 3).

Özetle bütün dünyada para politikası araçları ve amaçları ekonomik gelişmelerle birlikte ortaya çıkan ihtiyaçlara göre şekillendirilmiştir. 2008’de yaşanan küresel krizden sonra birçok ülkede para politikasının amaçları fiyat istikrarını sağlamak ve korumak, büyümenin istenen düzeye yakın seyretmesini sağlamak ve finansal istikrarı gözetmek olmuştur. TCMB’nin de çoğu merkez bankası gibi operasyonel çerçevesi ve politika araçları fiyat istikrarına göre oluşturulduğu için krizin ardından finansal istikrar sorumluluğunu üstlenmesine rağmen, elinde finansal istikrarı sağlamak için yeterince ne yetki ne de politika araçları bulunmaktaydı. Temel hedef makul bir enflasyon oranı olduğundan dolayı TCMB bu amacına uyumlu tek araç olan kısa vadeli faiz oranlarını kullanmaktaydı. Ancak daha sonraları finansal istikrarın da sağlanması ve sürdürülmesi yükümlülüğünü üstlenen TCMB, bu doğrultuda yeni politika araçları geliştirmiş ve uygulamaya başlamıştır.

2010-2011 yıllarında birçok gelişen ekonomiler gibi Türkiye’nin de en mühim sorunu kısa vadeli sermaye girişlerindeki büyük ölçekli artış olmuştur. Kısa vadeli sermaye girişlerindeki büyük ölçekli artış ülke parasının kısa zaman içinde aşırı değerlenmesine yol açarak tüketimi hızlandırmaktadır. Aynı zamanda sermaye girişlerindeki artış sonucu oluşan para bolluğu kredi arzını arttırarak varlık fiyatlarında balonların oluşmasına neden olmaktadır. Bunların sonucunda meydana gelen ithalat miktarındaki aşırı artış ise sanayinin yapısını bozarak istihdamı olumsuz etkilemektedir. Bütün bu olumsuzluklara çözüm olarak kısa dönem sermaye girişlerini azaltarak kredi büyümesinin yavaşlamasını, böylece varlık fiyatlarında oluşan balonun karşısını alınmasını amaçlayan TCMB, 2010 yılından itibaren zorunlu karşılık oranlarını, para politikası aracı olarak bu doğrultuda kullanmaya başlamıştır. Bunun yanı sıra TCMB, aynı yıl itibari ile para politikası aracı olan faiz koridorunu da etkin bir şekilde kullanmaya başlamıştır. Hem kredi kanalını hem de döviz kanalını etkileme gücünün yüksek olması, faiz koridorunu, Merkez Bankası tarafından en çok kullanılan araç konumuna getirmiştir.

Bütün bu süreçlerin ayrıntılı incelendiği bu bölümde ilk olarak TCMB'nin yapısında ve uyguladığı politikalarındaki değişimler anlatıldıktan sonra, enflasyon hedeflemesi sisteminde kullanılmaya başlanan politika araçları ayrıntılı bir şekilde ele alınmaktadır. Ayrıca alt bölümlerde, TCMB'nin küresel kriz sonrası uyguladığı politikalar ve bu politikalarda kullanılan araçların finansal istikrara etkisi de incelenmektedir.

1. KÜRESEL KRİZ ÖNCESİ TCMB'NİN YAPISI VE POLİTİKA UYGULAMALARI

Bu alt bölümde küresel krize kadarki süreçte TCMB'nin yapısındaki değişimler ve uyguladığı politikalar ele alınmaktadır. Küresel kriz öncesi TCMB'nin ve uyguladığı politikaların anlatılması, küresel kriz sonrası yaşanan değişimlerin ve finansal istikrarı gözetilen politikaların anlaşılması için de önem arz etmektedir.

1.1. TCMB'nin Kuruluşundan 2001 Yılına Kadarki Dönem

11.06.1930 tarihli 1715 sayılı Merkez Bankası kanununun kabul edilmesi TCMB'nin kurulmasında birinci adım olmuştur. Kanunda TCMB'nin “memleketin iktisadi inkişafına yardım” amacıyla kurulduğu ifade edilmiştir. Kuruluşu ile devletin iç dış ödemelerini, hazine işlemlerini, kambiyo işlemlerini üstlenen TCMB, 03.10.1931 tarihinde faaliyete başlamıştır. Faaliyete başladığı dönemde TCMB, zorunlu karşılık ayrılması, kamuya finansman sağlanması ve tasarruf mevduatlarının korunması amacıyla varlığını sürdürmüştür (Çetin 2016:70).

1960-1970 arası dönemde ekonomideki gelişmelere uygun olarak Merkez Bankası genişlemeci bir para politikası uygulanmıştır. 1961 yılında kısa vadeli amaç olarak ekonomik durgunluk durumunu çözmeyi üstlenen TCMB bu doğrultuda para ve kredi önlemleri vasıtasıyla kamu ve özel kesimin harcamalarını arttırmaya çalışmıştır. Ardından, 1967 yılında kalkınmanın finansmanı için gerekli olan kredileri sağlayan TCMB, mevduat münzam karşılıklar gibi zorunlu tedbirleri kullanarak artan likiditenin neden olabileceği olumsuzlukların karşısını almaya çalışmıştır (Çetin, 2016: 70-71). Daha sonra başlatılan “*planlı kalkınma süreci*” ile birlikte TCMB'nin görevleri ve faaliyetlerinin tekrar gözden geçirilmesine gereksinim duyulmuştur ve bu doğrultuda Ocak 1970 yılında 1211 sayılı kanun yürürlüğe girmiştir. Kanunla birlikte yaşanan temel değişimler şunlardır (Bakır, 2007: 30-32):

- Para politikasının kalkınma programına uygun biçimde yürütülmesi sağlanmıştır. 1980’li yılların sonuna kadar kredi politikası kullanarak kalkınmanın finansmanını sağlayan TCMB’nin bu görevi 1989 yılında son bulmuştur.
- TCMB’nin ekonomideki işlevleri ve bu işlevleri amaçları ve araçları belirlenmiştir
- Hazinesin TCMB bünyesindeki payı artırılmış ve böylece Hazine banka yönetiminde egemen hale gelmiştir.
- TCMB temel görevi, para ve kredi politikalarını yürütmek olarak belirlenmiştir.

1970 yılındaki değişimlerin ardından 1980’li yıllarda hazinenin haftalık bono ihaleleri ile borçlanabilmesini sağlayan düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemeler sonucu artık kamu finansmanı TCMB harici kaynaklardan da sağlanabilmekteydi. Bu gelişmeye eşzamanlı olarak TCMB, ihale tahvil ve bono satışına başlamış, mevduat munzam karşılık ve umumi disponibilitate uygulamalarında birtakım değişiklikler yapmıştır. Aynı zamanda döviz ve efektif piyasa işlemleri, bankalar arası para piyasası işlemleri gibi para politikasının yeni piyasa araçları geliştirilmiştir (Bakır, 2007: 35). Ayrıca, Türkiye 1980’lerde döviz kurlarının piyasa tarafından belirlendiğini ancak Merkez Bankası’nın sürekli müdahaleler yaparak yön verdiği dalgalı döviz kuru rejimine geçiş yapmıştır (Eğilmez, 2012).

TCMB parasal hedeflemeye dayalı program uygulamaya ise ilk kez 1990 yılında başlamıştır. TCMB’nin 1990 yılında başlattığı bu programın amacı, iç kredilerin genişlemesini denetime tabi tutarak enflasyonu kontrol altına almak olmuştur. Fakat bu programda “M1 (vadesiz mevduat ve dolaşımdaki para), M2 (M1+ VADELİ MEVDUAT), M2Y (M2+ Türkiye’de yerleşik olanların bankalardaki döviz tevdiat hesapları) gibi parasal büyüklükler” hedeflenmemiştir. Bunların yerine iç yükümlülükler, iç varlıklar, toplam bilanço büyüklüğü ve Merkez Bankası parası ile ilgili hedefler belirlenmiştir. Bunun ardından, 1995 yılının şubat ayında IMF ile Stand-By düzenlemesi yapılmış ve bu düzenleme ile birlikte “bağımlı hareketli kur” sistemine geçiş yapılmıştır. Bu sisteme geçişteki neden döviz kurlarının enflasyonla aynı oranda artırılması ve gerçekleşen döviz kurlarının önceden tahmin edilen kurlara yakın seyretmesi olmuştur. Ancak enflasyon oranının hedeflenenin üzerinde seyretmesi bu uygulamayı başarısızlıkla sonuçlandırmıştır (Çetin 2016:75).

1.2. 2001-2005 Örtük Enflasyon Hedeflemesi Dönemi

Türkiye açık bir ekonomi olmaya 1990'lı yıllarda başlamıştır, fakat 2001 yılına kadar ekonomisi devamlı olarak olağanüstü durumların etkisinde kalmıştır. Bundan dolayı Türkiye'de politika yapıcıların ekonominin normalde nasıl işlediğine dair bilgisi fazla değildi. Özellikle dışsal şokların ekonomiye etkisine ve para politikası aktarım mekanizmasının Türkiye'de nasıl işlediğine ilişkin ayrıntılı bilgiler 2001 yılından itibaren yeni yeni öğrenilmeye başlanmıştır. Dolayısıyla, 2001-2006 arası yıllar hem yerli yabancı iktisadi aktörler hem de iktisadi politika yapıcıları açısından bir öğrenme süreci olmuştur (Aktaş, vd., 2008).

İthal ikameden ihracata dayalı büyümeye, sabit döviz kurlarından dalgalı kurlara geçiş gibi iktisat politikalarını deneyen Türkiye, neredeyse bu denemelerin hepsinde başarısız bir ülke olmuştur. Her başarısız adımın arkasından iktisat politikalarına güven biraz daha azalmıştır. 2001 krizi de bu tecrübelerden birisi olmuştur. Türkiye'de 2000 yılında bir istikrar programı uygulamaya konulmuş, fakat bu programın önerdiği uygulamalar gereğince yerine getirilmediği için ekonomideki olumsuzluk dalgasına engel olunamamış ve bunun sonucunda 2001 yılının şubat ayında Türkiye'de ciddi bir kriz yaşanmıştır. Daha sonraları Başbakan ve Cumhurbaşkanı arasında 19 Şubat 2001 tarihinde yaşanan siyasi gerginliğin ardından ikinci kriz dalgası yaşanmış ve sermaye çıkışında keskin artış meydana gelmiştir. Bankaların döviz talebi artmış, likidite sorunları ortaya çıkmış ve bunları takiben faiz oranları tekrar keskin şekilde yükselişe geçmiştir. Bu gelişmelerin meydana getirdiği rezerv kaybını önlemek için döviz satışını azaltmaya karar veren TCMB, bu kararının ardından 22 Şubat 2001 tarihinde yayınladığı kararla dalgalı döviz kuru rejimine geçiş yapmıştır (Kepenek ve Yentürk, 2010: 591-93).

Dalgalı döviz kuruna geçiş sonrası kurun daha fazla yükselmesi, TCMB'nin döviz rezervlerinin kritik noktaya gelmesi, faiz oranlarında devam eden yükselişler, yüksek oranda enflasyon, GSYİH ve işsizlik gibi makroekonomik değişkenlerde yaşanan bozulmalar Türkiye'de yeni bir programı zorunlu hale getirmiştir. Bu doğrultuda, kamuda şeffaflık ve hesap verebilirliğin artırılması, bankacılık sektörünün yeniden düzenlenmesi, kamunun mali dengesinin sağlanması, mali kesimin (bankalar, mali aracı kurumlar, sigorta kurumlarının yeniden yapılanması gibi konuları kapsayan 14 Nisan ve 15 Mayıs'ta iki bölümlü "*Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı*" uygulamaya konmuştur. Bu

uygulamanın ardından para politikasında da değişiklik yapmanın kaçınılmaz olduğu düşünöldüğü için 25.04.2001 tarihli 4651 sayılı kanun TCMB Genel Kurulunca kabul edilmiştir (Akyazı ve Ekinci, 2009: 348). Bu kanunun içeriği özet olarak ‐TCMB’nin Avrupa Birliği normları ile uyumlu hale gelmesi; TCMB’nin hesap verebilirliğinin ve şeffaflığının artırılması; TCMB’nin tek amacının fiyat istikrarı olması; TCMB’nin enflasyon hedefini gerçekleştirme amacı çerçevesinde uygun gördüğü politikaları bağımsızca uygulaması; görevini icra ederken TCMB’nin hiçbir kurumdan emir almaması” konularını kapsamaktadır. Böylece, 4651 sayılı kanun çerçevesinde, TCMB’nin bağımsızlığı artırılmış ve enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş süreci başlatılmıştır (Bakır, 2007: 84-85).

Örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi olarak da adlandırılan yeni süreçte enflasyon hedefleri hükümetle birlikte belirlenerek her yılın başında ilan edilmeye başlanmıştır. Merkez Bankası enflasyon hedeflerine ulaşmak amacıyla kullanacağı politika araçlarını seçmekte bağımsızdı, ancak uyguladıkları politikaların gerekçelerini hükümete açıklamak zorundaydı. O dönem yine tek araç olarak ön plana çıkan faiz oranlarına ilişkin kararlar para kurulunun tavsiyesiyle ancak, TCMB başkanı istediği zaman alınmaktaydı. Ayrıca TCMB, enflasyon hedeflemesi stratejisine uygun olarak beklenen enflasyonun hedeflenen enflasyondan sapma miktarına göre faiz politikalarının belirlenmesi amacıyla, bekleyişlerin yönetimi konusunda önemli bir adım atarak temel makro değişkenler hakkında beklenti anketleri uygulamaya başlamıştır (Cömert ve Türel, 2016: 16).

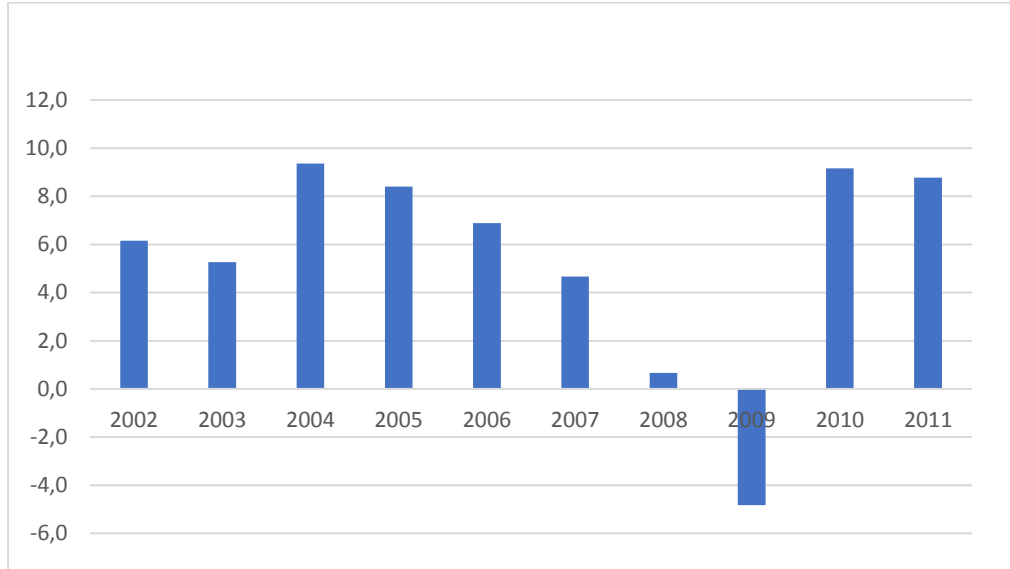
Tablo 2’den de görölebildiği gibi, 2002-2005 yıl aralığında gerçekleşen enflasyon oranları hedeflenen oranların altında olmuştur. Buradan TCMB’nin örtük enflasyon hedeflemesini uygulayarak, enflasyonu düşürme hedefinde başarılı olduğu söylenebilir.

Tablo 2: 2002-2005 yılları Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları

Yıllar	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Hedeflenen Enflasyon oranı	35	20	12	8	5	4	4	7,5	6,5
Gerçekleşen enflasyon oranı	29,7	18,4	9,3	7,7	9,7	8,4	10,1	6,5	6,4

Kaynak: Tablo <https://www.tcmb.gov.tr/> adresinden alınan veriler kullanılarak yazar tarafından hazırlanmıştır.

2002-2005 döneminde enflasyondaki olumlu gelişmenin yanı sıra ekonomik büyüme de Şekil-1'den görüldüğü gibi yüksek oranlarda seyretmiştir.



Kaynak: TÜİK'den alınan veriler kullanılarak yazar tarafından hazırlanmıştır.

Şekil-1: 2002-2011 Yılları GSYH Büyüme Oranları

Sonuç olarak makroekonomik veriler 2001-2006 döneminin TCMB için başarılı bir kurtarma dönemi olduğunu göstermektedir. Türkiye bu dönemde doğru tercih olduğu için değil, başka bir seçenek olmadığı için de serbest kur rejimine geçmiş ve para politikası çerçevesi olarak enflasyon hedeflemesini seçmiştir. Fakat enflasyon hedeflemesi rejiminin tutarlı olması için güvenilirliği olan ve enflasyon beklentilerinin yönetilebilme yeteneğine sahip merkez bankasının varlığı gerekmektedir. TCMB, 2001 yılında bunların ikisine de sahip olmadığından dolayı ilk örtük enflasyonla başlamış ve sürekli açık veren bütçenin disipline girmesi, sadece bütçeyi finanse eden ve banka sahiplerince içi boşaltılmış bankacılık sektörünün kuvvetlendirilmesi ve nihayetinde iyi bir merkez bankacılığının oturtulmasındaki başarılarının ardından açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiştir (Akkaya ve Gürkaynak, 2012: 94-95).

1.3. 2006-2010 Açık Enflasyon Hedeflemesi Dönemi: 2008 Krizi İle Mücadele

Amerika Birleşmiş Devletlerinde faiz politikasının uygulanmasıyla düşük faizli emlak kredilerinin (mortgage kredilerinin) yapısının bozulması, konut fiyatlarında balon artışlarının meydana gelmesi, menkul kıymetlerin fonlanamaması, kredi derecelendirme sürecinde ortaya çıkan sorunlar ve kredi türev piyasaların gelişmesi gibi temel faktörlerin

etkisi ile 2007 yılında başlayan kriz, 2008 yılının Eylül ayında aralarında ABD'nin en büyük yatırım bankalarından Lehman Brothers'ın da olduğu bazı büyük mali kuruluşların iflas ederek batmasının etkisiyle bütün dünyaya yayılmıştır. Dünyada en son 1929 senesinde yaşanan Büyük Buhran'dan sonra dünyanın en büyük krizi olduğu söylenen 2008 krizi bütün ülkeleri etkilemiştir (Thorat, 2010: III: 300). Küresel kriz, kısa süre içinde dünya finansal sistemini kilitlemiş, birçok finansal kurumun batmasına ya da devlet bünyesine alınmasına neden olmuştur. Önceki krizlerden farklı olarak 2008 krizinin temelinde karmaşık, büyük hacimli türev ürünler bulunmakta ve bu ürünlerdeki sorunlar küreselleşen dünyada hızla yayılmaktaydı. Çünkü krizin yayılması sadece artan kredi miktarına değil aynı zamanda kredi piyasasında teknolojik yenilik dalgasına da bağlıdır. 1990'lı yıllarda kredi kartlarının kullanımındaki artış ve türev piyasalardaki gelişmeler sayesinde bankalar yeni aktif yönetimleriyle yeni fon kaynakları bulmaya başlamasının yanı sıra bireylerin de krediye ulaşma imkanı artmıştır (Lacker, 2009: 54). Yaşanan bu yenilikler ekonomik sistemin politika yapıcıları tarafından gözlenebilmesini ve krize karşı sağlıklı çözümlerin üretilmesini zorlaştırmıştır (Bocutoğlu ve Ekinci, 2009: 67).

Para politikasının genel çerçevesinden dolayı merkez bankalarının elinde fiyat istikrar ve finansal istikrarı aynı anda sağlamaya yönelik politika araçları bulunmamaktaydı. Bundan dolayı finansal istikrarla fiyat istikrarı arasında ikilemde kalan ve krizle ilgili bilgi kısıtlılığı yaşayan merkez bankaları beklemeyi tercih edip, krize geç müdahale etmişlerdir. Ayrıca literatürde bu konuyla ilgili yapılan birçok çalışmada krize geç müdahalenin sebepleri arasında finansal piyasalardaki çalkantının devam edip edemeyeceği ve buna istinaden krizin reel ekonomiye etki derecesinin net olmaması durumu da yer almaktadır (Soros, 2008: 10).

2008 yılının sonlarında tüm dünyada hükümetler tarafından krize karşı kurtarma paketleri uygulanmış, büyük sıkıntılar yaşayan kuruluşlara orta ve uzun vadeli kredilerle fon desteği sağlanmış ve finansal destekle kurtarılması zor olan kurumlar ise devlet bünyesine alınmıştır. Birçok ülkede banka mevduatlarına verilen garanti oranı arttırılarak likidite sorunları giderilmeye çalışılmıştır. Bütün bu çabalarla birlikte krizle mücadele döneminde ve sonrasında merkez bankaları faiz oranı politikasını etkin şekilde kullanmıştır (Duramaz ve Dilber 2015:32).

Krizin bir sonucu olarak sadece enflasyon odaklı olan para politikalarının finansal istikrarı sağlamakta yeterli olmadığı ana akım iktisatçılar tarafından bile kabul edilmeye başlamıştır. Faiz politikası ve makro ihtiyati tedbirlerin koordineli şekilde kullanılmasının hem enflasyon hem de finansal istikrarı sağlanabileceği yönünde görüşler artmıştır. Ayrıca bütün bu yeniliklere uyumlu olarak merkez bankalarının politika araçları da çeşitlenmiştir (Pisani vd. 2011:21).

TCMB'nin örtük enflasyon hedeflemesinin uygulanmasından elde edilen başarı, 2006 yılından itibaren açık enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçilmesinin önünü açmıştır (Akyazı, Ekinci, 2009: 349). Bu geçişle birlikte faiz kararları Para Kurulu tarafından aylık toplantılarda alınmaya ve enflasyon nokta hedef şeklinde üç yıllık olarak belirlenmeye başlanmıştır. Ayrıca, nokta enflasyon hedefinin kesin olarak tutturulması çok zor bir olasılık olduğundan, TCMB belirsizlik aralığı da saptamaya başlamıştır (TCMB, 2005: 4-7). 2007 yılına gelindiğinde ise örtük enflasyon hedeflemesi döneminin başarısı ile yaşanan olumlu gelişmeler, küresel krizle birlikte duraksamaya başlamıştır. Özellikle, 2007 sonrasında cari açığın aşırı yükseldiği gözlemlenmiştir. Cari açığa meydana gelen aşırı artış ise harcamaların yükselmesine ve bunun sonucunda finansman gereksiniminin artmasına neden olmuştur. Finansman gereksinimindeki artış ise kredi kullanımını hızla arttırmıştır. Bu kredi balonu hem makro iktisadi göstergeler hem de bankacılık sektörü için çok büyük risk teşkil etmiştir (Akkaya ve Gürkaynak, 2012: 103).

Yaşanan zorlu bir sürecin ardından Türkiye'de krizin etkilerini yok etmek amacıyla 2008-2010 dönemini kapsayan orta vadeli program gündeme gelmiştir. Programda para ve maliye politikalarının hedefleri ve ileriye dönük uygulamaları yeniden ele alınmıştır. Merkez Bankası nihai amacının fiyat istikrarı olduğu hatırlatılmış, kriz sonrasında da enflasyon hedefi stratejisinin ve dalgalı döviz kuru rejiminin uygulanacağı yeniden duyurulmuştur. Ayrıca Merkez Bankasının düzenli döviz alım ve satım ihaleleri yapabileceği de yayınlanan bu program ile duyurulmuştur (Devlet Planlama Teşkilatı 2008:4).

Krizin ilk zamanlarında TCMB, politika faiz aracını kullanarak genişletici bir para politikası uygulamamıştır. Bunun nedeni 2006 ve 2007'de enflasyon hedeflerini büyük ölçüde kaçıran Merkez Bankası'nın, bu durumdan etkilenerek enflasyon odaklı politikaya devam etmesi olarak açıklanmaktadır. Temel endişe kaynağı büyüme ve istihdam olan

gelişmiş merkez bankaları faiz indirimleri yaparken, enflasyona odaklanan TCMB 2008 yılının ikinci yarısında faiz artırımına bile gitmiştir. 2008 yılının Temmuz ayında döviz ve TL cinsinden mevduatın zorunlu karşılık oranları düşürülmüş ve bu uygulamaya destek amacıyla zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi, döviz kredilerinin vadelerinin uzatılması, ihracat reeskont kredilerinin artırılması gibi birtakım adımlar da atılmıştır. Bütün bu uygulamalarla Merkez Bankası, firmaların döviz ve TL likidite sorununu azaltmayı amaçlamıştır. Merkez bankasının krize karşı attığı adımlardan bir diğeri de piyasaya yaptığı döviz müdahalesi olmuştur. TCMB 2008 yılının sonlarından itibaren döviz alım ihalelerini durdurup döviz satım ihalelerini başlatmış, bunun yanı sıra 2009 yılının ilk yarısına kadar doğrudan döviz müdahalelerinde de bulunmuştur. Bu dönem boyunca TCMB piyasaya 15 milyar dolar civarında döviz satmıştır (Cömert ve Türel, 2016: 17-19).

2. KÜRESEL KRİZ SONRASI TCMB’İN UYGULADIĞI FİNANSAL İSTİKRAR POLİTİKALARI: ESNEK ENFLASYON HEDEFLEMESİ DÖNEMİ

Yaşanan 2008 krizi ile çaresiz bir duruma düşen TCMB, bu durumdan ders çıkartarak 2010 yılının sonlarında makro finansal riskleri de gözeten yeni para politikası uygulamaya başlamıştır. Bu politika çerçevesi özellikle kredi ve sermaye akımlarındaki büyük değişimlere karşı ekonominin dayanaklılığını arttıracak şekilde tasarlanmıştır. Esnek enflasyon hedeflemesi dönemini başlatan bu yeni tasarım politikası, bir taraftan ekonominin dengeli büyümesini bir taraftan da makro finansal risklerin azaltılmasını hedeflemekteydi (TCMB, 2012b: 1-2). Ayrıca, artık finansal istikrarı da gözeten yeni para politikası için sadece kısa vadeli faizlerin yeterli olmadığını anlayan Merkez Bankası faiz koridoru, zorunlu karşılık oranları gibi çeşitli politika araçları da geliştirmiş ve bu politika araçlarını koordineli bir şekilde kullanmaya başlamıştır (TCMB, 2011: 2). Bu araçların fiyat istikrarı ve finansal istikrara doğrudan etkilerinin ne olduğunu gözlemlemek tam olarak imkansızdır. Ayrıca, bu araçların hedef değişkenleri hangi kanallardan etkilediğini gösteren kesin kanıt da yoktur. Bu nedenle TCMB döviz kurunu ve kredileri ara değişken olarak kullanma kararını da almıştır. Bu iki değişken, kolay gözlemlenebilmesi, nihai araçlarla doğrudan etkileşimin kurabilmesi ve gecikmeden açıklanabilmesi özelliği ile uygulanan politikaların etkilerini görebilmeyi ve izlenen yolun anlaşılabilir olmasını sağlamaktadır.

2.1. Esnek Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Kullanılan Politika Araçları ve Aktarım Mekanizması

Sermaye girişinin arttığı dönem kısa vadeli faizleri arttırmakla kredi balonu engellenebilir fakat bu politika zaten değerlendirilen yerli paraya biraz daha ivme sağlayacaktır. Yerli paranın hızla değer kazanması makro ekonomi açısından arzu edilmeyen bir durumdur. Bu yüzden bazen döviz kuru ve kredi kanalına aynı anda müdahale etmek gerekmektedir. Fakat bunun için sadece kısa vadeli faizler yeterli değildir. Bu nedenle günümüzde merkez bankaları her iki kanalı ayrı ayrı etkileyebilecekleri çeşitli araçlar geliştirmişlerdir. Aşağıdaki alt bölümlerde de TCMB'nin bu amaç doğrultusunda geliştirdiği politika araçları ve bu politika araçlarının piyasaya etki mekanizması incelenmektedir.

2.1.1. Aktarım Mekanizmaları: Kredi ve Döviz Kuru Kanalı

Uygulanan para politikasının reel ekonomiyi etkileme süreci “*parasal aktarım mekanizmaları*” olarak tanımlanmaktadır. Temel olarak aktarım mekanizmaları döviz kuru kanalı, faiz kanalı, varlık fiyatları kanalı, beklentiler kanalı ve kredi kanalı olarak kategorize edilmektedir. Para politikası uygulamasında kullanılan herhangi bir politika aracı sadece bir değil, çoğu zaman aynı anda birden fazla kanalın işlemesine neden olmaktadır. Reel ekonomiyi etkileme sürecine ilişkin hangi aktarım kanalının daha önemli olduğu konusu hala tartışılmaktadır. Ancak dönemden döneme ve ülkeden ülkeye farklılık gösteren ekonomik duruma göre aktarım kanallarının önemlerinin de farklılık gösterdiği söylenebilmektedir (Ümit, 2016: 98).

Sermaye akımlarının oynaklığı Türkiye’de en çok krediler ve döviz kurlarını etkilemektedir. Kredi ve döviz kurundaki ani değişimler ise cari işlemler dengesini ve ekonomideki finansal riskleri doğrudan etkilemektedir. Örneğin, kredi miktarındaki hızlı artış hem ithal mallarına olan harcamayı arttırarak hem de kısa vadede tasarruflar üzerinde azaltıcı etki oluşturarak cari dengeyi doğrudan etkilemektedir. Aynı şekilde, yerli paranın yabancı paralar karşısında değerlendirilmesi diğer ülke paralarıyla ithal edilen malları ucuzlatarak ithal mallarına yapılan harcamayı arttırmakta ve dolayısıyla cari dengeyi negatif etkilenmektedir (Kara, 2012: 14-15). Bu bağlamda çeşitli politikalar yürütülerek döviz kurundaki değişimlerin iktisadi gelişmelere uyumunun ve kredilerin makul oranlarda büyümesinin sağlanması, sermaye hareketindeki dengesizliği azaltarak

bu dengesizliğin neden olabileceği olumsuz etkileri yumuşatmada en büyük etkidir. TCMB'nin geliştirdiği, faiz koridoru ve ROM (Rezerv Opsiyon Mekanizması) da bu iki değişkeni etkilemek sureti ile çalışmaktadır. (TCMB, 2012b). TCMB genelde kredilerde genişlemeye yol açmayan döviz kuru dalgalanmalarını hafifletmek amacıyla bu iki aracı kullanmaktadır. Bu iki araçla ilgili söylenmesi gereken önemli ayrıntı, faiz koridorunun arz edilen yabancı sermaye, rezerv opsiyon mekanizmasının ise talep edilen yabancı sermaye üzerinden çalışmasıdır. (Aysan, Fendoglu ve Kilinc, 2014: 5).

TCMB, gerçekleşen enflasyon oranının daha önce belirlenen hedefe yakın seyretmesini sağlamaya çalışırken talep ve maliyet kanalını kullanmaktadır. Döviz kuru kanalı ve kredi kanalı, talep ve maliye kanallarını da doğrudan etkileyebilmektedir. Buradan, döviz kuru ve kredi kanallarının finansal istikrarın yanı sıra fiyat istikrarı için de önemli olduğu söylenebilmektedir. Esas olarak krediler talep, döviz kuru ise maliyet yoluyla enflasyon üzerinde etkili olabilmektedir. Özellikle kredi kanalı, doğrudan çıktı açığını ve dolayısıyla orta vadeli enflasyon oranını talep yoluyla belirgin bir şekilde etkileyebilmektedir. (Kara, 2012: 13-14).

2.1.2. Faiz Koridoru

Faiz koridoru, finansal istikrar ve fiyat istikrarını sağlamak amacı ile kullanılan çok çeşitli para politikası aracıdır. Faiz koridoru, birkaç ülkede kullanılmaya başlanmasının hemen ardından birçok ülkede en popüler araç olmuştur. Bu politika aracını başarı ile kullanan ülkelere Polonya, Kanada, Japonya, Norveç, Yeni Zelanda, Macaristan, Sırbistan, İzlanda, İngiltere, Avustralya, İsveç, İsviçre ve Romanya örnek gösterilebilir.

Merkez bankası bankalara gecelik borç vererek ya da borçlanarak piyasa faizini arzulan seviyede tutmaya çalışmaktadır. Likidite bulmakta zorlanan bir bankanın merkez bankasından kısa vadeli borçlanırken ödeyeceği faiz oranına, “merkez bankasının borç verme faiz oranı” denilmektedir. Bunun tersi durumuna, likidite fazlası olan bir bankanın, bu fazladan fonu merkez bankasına mevduat şeklinde yatırırken kar olarak almayı kabul ettiği faiz oranı ise “merkez bankasının borç alma faiz oranı” olarak adlandırılmaktadır (Birinci, Kara ve Özlü, 2016: 8). Bu bağlamda merkez bankasının gecelik bankalara borç verdiği ve bankalardan gecelik borçlandığı faiz miktarlarının arasında kalan alana “Faiz Koridoru” denilmektedir (Özatay, 2012: 4). Daha tanımsal

bir ifadeyle “faiz koridoru, TCMB borçlanma ve borç verme faizinin politika faizine olan uzaklığının bir politika aracı olarak kullanılmasıdır” (TCMB, 2012b: 2). TCMB’nin 18.05.2010 tarihli “Para Politikası Kurulu Kararı” gereğince politika faiz oranı, faiz koridoru aralığında kalan bir hafta vadeli repo faiz oranı olarak belirlenmiştir (Binici, vd., 2013: 3). Bu fonlamanın faiz oranı ayda bir kere Para Politikası Kurulu tarafından denetlenerek kamuoyuna duyurulmaktadır. TCMB haftalık yapılan bu fonlamanın miktarını günlük değiştirerek piyasa faizi üzerinde günlük ayarlamalar yapabilmektedir.

Faiz koridoru vasıtasıyla merkez bankaları piyasalara likidite sağlarken sürekli değişen ortama uyumlu olarak hızlı refleks gösterme ve esnek davranabilme imkanına sahip olmaktadır. Ayrıca merkez bankaları koridor sistemi sayesinde herhangi bir açık piyasa işlemi kullanmadan, politika faizine doğrudan müdahale yapmadan, sadece koridoru daraltıp genişleterek piyasaya müdahale edebilmektedir (TCMB, 2010: 1)

Faiz koridoru aracını ilk uygulayan ülke örneklerine bakıldığında; bu ülkelerde merkez bankaları borç alma faiz oranını koridorun tabanını, gecelik borç verme faiz oranını koridorun tavanını oluşturacak şekilde belirledikleri ve politika faiz oranı etrafında düz ve dar bir yapı oluşturdukları görülmektedir. Diğer bir ifadeyle, bu ülkelerde politika faiz oranı koridorun merkezi olarak alınmış ve faiz koridoru piyasa faizlerinin politika faizlerine yakın seyretmesini sağlamak amacıyla kullanılmıştır. Buna karşı bazı merkez bankalarında “taban faiz koridoru” ve “asimetrik faiz koridoru” sistemleri uygulanmaktadır. Bu uygulamalarda politika faiz oranı borç verme ve borç alma faiz oranlarının ortasında belirlenmemektedir. Asimetrik faiz koridoru uygulamasında politika faiz oranı koridorun tabanına yakın tutulmaktadır. Taban faiz koridorunda ise politika faiz oranı koridorun tabanına eşit olacak şekilde ayarlanmaktadır (Vural, 2013: 51-53).

Faiz oranlarının kullanımı açısından yeni sistem geleneksel enflasyon hedeflemesi sistemine çok benzemektedir. Fakat bir takım önemli farklar da mevcuttur:

- Geleneksel sistemde kısa vadeli fonlama faizi ve hedeflenen piyasa faizi arasında fark gözetilmemektedir. Dolayısıyla geleneksel uygulamada piyasa faizlerinin politika faizlerinden sapmasının önüne geçilmesi maksatlı kullanılan faiz koridoru, politika faizi etrafında simetrik ve dar bir aralık olarak belirlenmektedir. Buna karşı yeni sistemde faiz koridoru parametreleri politika faizi çevresinde

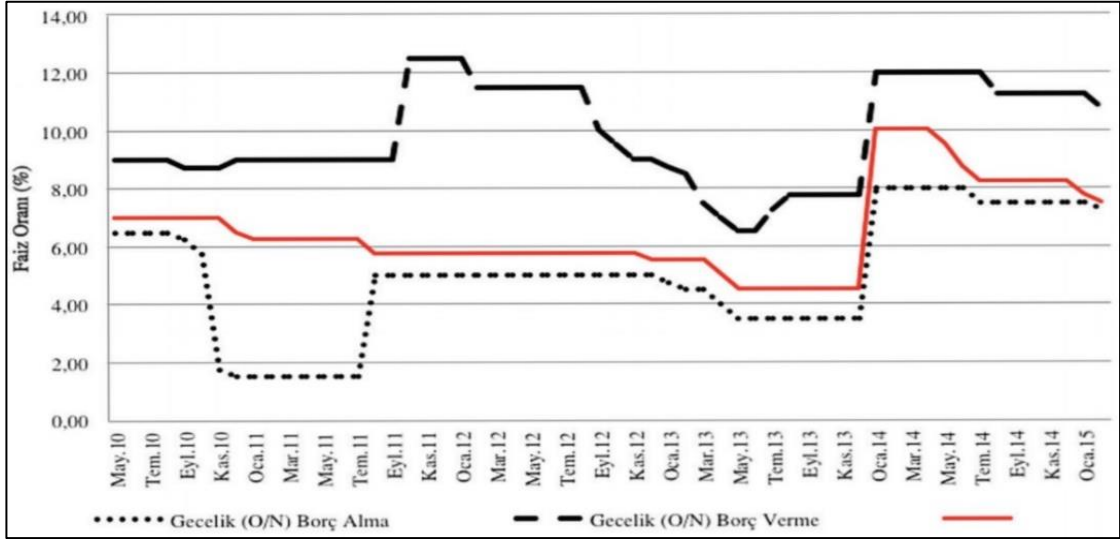
geniş ve simetrik olmayan yapıda oluşturulabilmektedir. Bu durum TCMB'nin gerektiğinde döviz ve kredi kanalını ayrı ayrı etkileyebilmesine fırsat tanımaktadır (Tanınmış Yücememiş, Alkan ve Dağdır, 2015: 2).

- Geleneksel sistemde aylık düzende gözden geçirilen kısa vadeli fonlama faizi, yeni sistemde gerektiğinde günlük frekansa ayarlanabilmektedir. Böylece küresel risk iştahındaki oynaklıklara ve belirsizliklere karşı erken bir şekilde önlem alınmaktadır.
- Politika faizi olarak gecelik borçlanma faizini kullanan TCMB, piyasadaki likidite koşullarının zamanla değişmesi ile birlikte, 2010 yılının Mayıs ayından itibaren politika faizi olarak bir hafta vadeli repo faizini belirlemiştir. Faiz koridorunun aktif araç olarak kullanıldığı sistem çerçevesinde bu değişim gecelik borçlanma, borç verme ve haftalık repo faiz oranlarının farklı amaçlar için kullanılabilmesine imkan sağlamaktadır (Binici, vd., 2013: 4).

TCMB taban olarak borç alma ve tavan olarak borç verme oranlarının oluşturduğu koridordan kenara çıkmayacak şekilde gecelik piyasa faizlerinin dalgalanmasına izin vermektedir. Bu durum bankaların fonlama maliyetinde belirsizlik ve faiz riski meydana getirmektedir. Sermaye akımlarının fazla olduğu zamanlarda güçlü sermaye girişi ve bunun sonucunda oluşan kredi büyümesinin karşısını almak maksadıyla faiz koridoru aşağıya doğru genişletilmektedir. Buna karşı sermaye girişlerinin azaldığı dönemlerde ise sermaye girişlerini makul seviyeye yükseltmek için faiz koridoru yukarıya doğru genişletilmektedir (Vural, 2013: 65). Konunun devamında TCMB'nin, faiz koridoru uygulamaları ve bu bağlamda aldığı önemli kararlar adım adım incelenmektedir. Böylece faiz koridorunun Türkiye ekonomisinde işleyişi ve finansal istikrarın sağlanması açısından önemi anlaşılmaktadır.

Şekil-2'te de görüldüğü gibi TCMB asimetric faiz koridorunu politika aracı olarak 2010 senesinin son çeyreğinden itibaren aktif şekilde kullanılmaya başlamıştır. Türk Lira'sındaki aşırı değerlenmenin finansal istikrarı tehdit ettiğini gözlemleyen TCMB, kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmak maksadı ile faiz koridorunu aşağı istikamette genişletmiştir. Bu uygulama ile gecelik piyasada oluşan faiz oranlarının politika faiz oranından daha düşük seviyede oluşmasına izin verilmiştir. Sonuç olarak gecelik piyasa faizlerinde aşağı yönlü oynaklığın artırılması ve böylece kısa vadeli sermaye girişlerinin karşısının alınması mümkün olmuştur. Bunun yanı sıra Merkez Bankası aynı dönemde

zorunlu karşılıkları da kredi hacmindeki yüksek artışı sınırlamak amacıyla arttırmıştır. Bunun ardından, 2011 yılı Ekim ayında faiz koridorunun üst sınırı yükseltilmiş ve ara ara likidite sıkılaştırılması yapılmıştır (TCMB, 2011: 3).



Kaynak: (Çetin 2016:463)

Şekil-2: TCMB Faiz Koridoru

2012 yılında kredilerdeki genişlemenin finansal istikrara uyumlu oranlara indirilmesi faiz koridorunun likidite politikası ile birlikte aktif şekilde kullanılmasının büyük rolü olmuştur ve bu durum faiz koridorunun Türkiye’de finansal istikrarın sağlanması çerçevesinde bir makro ihtiyati araç olarak kullanılabilmesine kanıt olmuştur. Bu başarının hemen ardından, 2013 yılı mayıs ayında enflasyon ve enflasyon beklentileri Türk Lirası’nda ortaya çıkan aşırı değer kaybından dolayı olumsuz etkilenmiştir. Enflasyon göstergelerinin fiyatlama davranışlarına negatif etkisini azaltmak için TCMB tarafından ek parasal sıkılaştırma politikası uygulanmış ve bu sıkılaştırmanın işlevselliğini artırma kastıyla gecelik borç verme faiz oranı yükseltilerek faiz koridoru bu kez yukarı istikamette genişletilmiştir. Bunların beraberinde etkin likidite yönetimi vasıtasıyla kısa vadeli faizlerin koridorun tavanına yakın seviyelerde gerçekleşmesi sağlanmıştır (TCMB, 2013a: 2). Bu politikalara rağmen Türk Lirası’ndaki değer kaybı istenen seviyede önlenememiş, bunun hemen ardından 2014 yılında yerli ve yabancı piyasaların tehlike algısını negatif yönde etkileyen gelişmelerle birlikte Türkiye’nin risk primi aşırı miktarda yükselmiş ve Türk Lirası daha fazla değer kaybetmeye başlamıştır. TCMB bu faktörlerin enflasyon ve makroekonomik istikrar üzerindeki yaratabileceği olumsuz

etkileri engellemek maksadıyla güçlü bir parasal sıkılaştırma yapmayı tercih etmiştir. Bu bağlamda bir hafta vadeli repo faiz oranı 4,5' ten % 10'a yükseltilmiş ve enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasında sıkı duruşa devam edileceği dönemin raporlarında duyurulmuştur. TCMB'nin uyguladığı bu politikalar enflasyonun düşürülmesi ve Türk Lirası üzerindeki baskının azaltılması ve cari işlemler açığının azaltılması açısından kısmen başarılı olmuştur. Ekonomideki ılımlı seyir nedeniyle Merkez Bankası Mayıs, Haziran ve Temmuz aylarında bir hafta vadeli politika faizinde indirimler yapmıştır (TCMB, 2014b). Yine aynı dönem enflasyonun seyrini orta vadeli hedeflere uyumlu seviyelere ulaştırmak amacıyla likiditeyi sıkılaştırılarak, gecelik faiz oranlarının faiz koridoru üst bandı olan % 12 ye yakın oranlarda seyretmesi sağlanmıştır (TCMB, 2014c: 50).

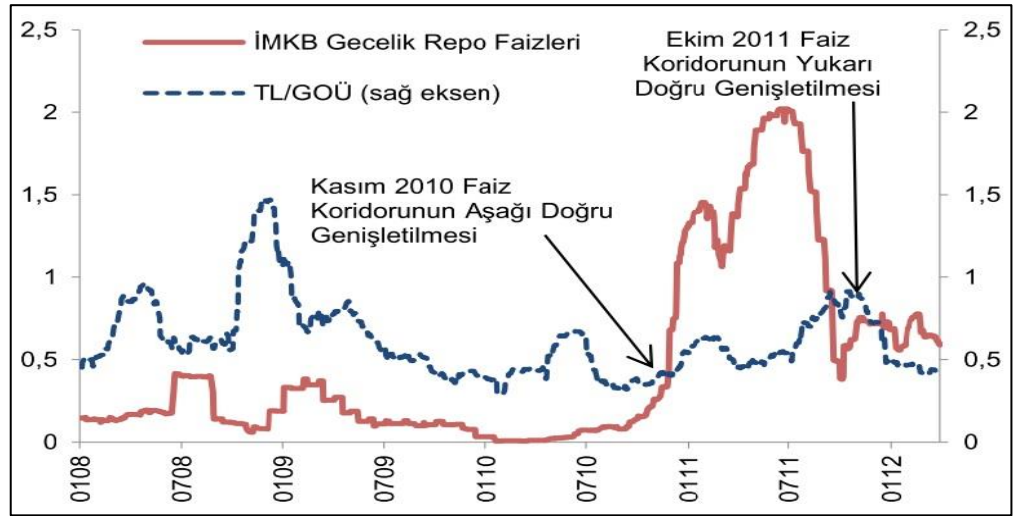
2.1.2.1. Faiz Koridorunun Kredi Kanalı Üzerinden Piyasaya Etkisi

Geleneksel enflasyon hedeflemesi politikasında olduğu gibi yeni politika çerçevesinde de TCMB, kontrol değişkeni olarak kısa vadeli fonların ortalama maliyetini kullanmaktadır. TCMB elindeki araçlarla getiri eğrisi üzerinde etki oluşturmaya devam etmektedir. Fakat bu konuda yeni politika anlayışının gelenekselden ayıran fark, TCMB'nin yeni politika çerçevesinde piyasaya yaptığı dolaysız fonlamanın ortalama maliyetini günlük frekansta incelemesidir. Ayrıca yeni politika çerçevesinde, fonlama faiziyle alakalı belirsizlik de politika aracı olarak kullanılabilir. Kredi miktarında istenmeyen bir artış olduğunda TCMB, fonlama maliyeti ve miktarı konusunda belirsizliği arttırarak kredi arzını azaltabilmektedir. Özellikle merkez bankası faiz koridoru aracını, fonlamanın miktarı ve maliyetine dair belirsizlikle (likidite operasyonları ile) birlikte kullandığında kredi kanalı üzerinde yüksek etki yaratabilmektedir. Örneğin, kriz sonrası kredi genişlemesinin devam ettiği 2011 yılı Ekim ayında uygulanan politikalarında merkez bankası faiz koridoru aracısıyla parasal sıkılaştırma yaparak ortalama fonlama faizini bazı dönemlerde arttırmış, ayrıca bu sıkılaştırmanın hangi miktarda yapılacağı ve ne zamana kadar devam edeceği sorularını belirsiz bırakmıştır. Bunun sonucunda TCMB kredi faizlerini ciddi bir şekilde yükseltmeyi başararak kredi genişlemesinin karşısını almıştır (Kara, 2012: 10).

2.1.2.2. Faiz Koridorunun Döviz Kuru Kanalı Üzerinden Piyasaya Etkisi

Yeni politika yapısında, eski sistemdeki gibi kısa vadeli faizler döviz kurunu genel olarak karşılanmamış faiz paritesi üzerinden etkilemektedir. Kısa vadeli faizlerdeki beklenmedik bir artış yerli para üzerinde güçlü etki yaratabilmektedir. Merkez Bankası, yeni sistemde sermaye akımlarının aşırı dalgalandığı dönemlerde sadece koridor yukarıya doğru genişleterek, sermaye girişlerinin arttığı dönemde ise faiz koridoru aşağıya doğru genişletilerek döviz kurunda meydana gelecek oynaklığı azaltabilmektedir (Çevik, 2016: 175).

Şekil-3’de gözüktüğü üzere 2010 yılının sonlarından itibaren kısa vadeli faizlerdeki dalgalanmalarda aşırı artış gözlenmektedir. Kısa vadeli faiz oynaklığındaki bu denli artış o dönemde artan sermaye akımlarının yavaşlatılmasına katkı sağlamıştır. Ayrıca Şekil-3’de koridorun yukarıya doğru genişletildiği Ekim 2011’den itibaren döviz kuru oynaklığında belirgin miktarda düşüş olduğu görülmektedir. Bu durum faiz koridorunun, döviz kurundaki dalgalanmaları azaltmada etkili bir araç olduğuna dair bir kanıt niteliğindedir.



Kaynak: Kara (2012)

Şekil-3: Faizdeki ve Döviz Kurundaki Oynaklık

2.1.3. Zorunlu Karşılıklar

Para politikası aracı olarak zorunlu karşılıklar, finansal kuruluşların yükümlülüklerinin belirli orandaki miktarının merkez bankasında tutulmasıyla

yürütülmektedir (Alper ve Tiryaki, 2011: 1). Zorunlu karşılık uygulaması, bankaların mevduatında oluşabilecek umulmadık ve büyük azalışlar karşısında mevduat sahiplerinin sisteme güveninin devam etmesini sağlamakta, bunun yanı sıra para arzını kontrol etmek amacıyla bir para politikası aracı olarak kullanılmaktadır (Akçay, 1997: 19; Vural, 2013: 29).

1211 sayılı Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Kanunu'nda vadesiz, ihbarlı mevduat, özel cari hesaplar, vadeli mevduat hesapları ve mevduat/katılım fonu dışındaki diğer yükümlülükler zorunlu karşılık kapsamına alınmıştır. Ardından 17 Aralık 2010 tarihinde değişiklik yapılarak bankaların, kendi aralarında ve TCMB ile yaptıkları repo işlemlerinden elde edilen fonlar hariç yurt içi ve yurt dışı tüm repo işlemlerinden elde edilen fonlar da zorunlu karşılık kapsamına alınmıştır (Alper ve Tiryaki, 2011: 1-2).

Zorunlu karşılık oranlarını, para politikası aracı olarak küresel kriz süreci ve öncesinde diğer ülkelerin merkez bankaları tarafından da aktif şekilde kullanmıştır. Özellikle Çin ve ABD Merkez Bankası zorunlu karşılık oranlarını uzun bir süre enflasyonla mücadelede etkin bir şekilde kullanmıştır. Günümüzde de bu politika aracı, İngiltere hariç bütün merkez bankalarında benzer şekilde uygulanmaktadır. Sadece İngiltere'de kural olarak zorunlu karşılık tutmanın bir alt limiti yoktur ve bu işlem gönüllülük esasına dayanmaktadır (Çondur ve Bölükbaş, 2013: 181).

Zorunlu karşılıklar merkez bankaları tarafından ihtiyat, likidite yönetimi ve parasal kontrol amacıyla kullanılmaktadır (Vural, 2013: 30; Alper ve Tiryaki, 2011: 2-3):

- Zorunlu karşılıklar, geçmişte ihtiyat amacıyla etkin şekilde kullanılmıştır. Ancak günümüzde bu işlemin başka araçlarla daha etkin yapılmasından dolayı, zorunlu karşılık oranlarının bu amaçla kullanımı azalmıştır
- Likidite yönetim aracı olarak zorunlu karşılıkların kullanılması ise günümüzde büyük öneme sahiptir. Merkez bankası zorunlu karşılık oranlarını para piyasasındaki likidite fazlasına veya açığına göre ayarlayarak, likidite dengesizliğinin para piyasasındaki faiz oranları ve döviz kurları üzerinde baskı oluşturmasına engel olabilmektedir.
- Sonuncu gerekçe ise zorunlu karşılıkların makroekonomik istikrarı sağlama amacıyla bir parasal kontrol aracı olarak kullanılmasıdır. Merkez bankaları ülkeye

sermaye girişlerinin aşırı arttığı durumda zorunlu karşılık oranını arttırarak kredi büyümesini engelleyebilir. Buna karşı sermaye girişlerinin azaldığı dönemlerde ise zorunlu karşılık oranını azaltarak kredi hacminde ani duruş riskinin önüne geçebilir. Böylece merkez bankası, sermaye girişlerinde aşırı dalgalanmaların yaşandığı durumlarda zorunlu karşılık aracını kullanarak kredi miktarını kontrol edebilmekte ve dolayısıyla finansal sistemde oluşacak istikrarsızlığın önüne geçebilmektedir. Türkiye’de zorunlu karşılıkların bu amaçla kullanılması özellikle 2008 küresel krizi ve sonrasında önem kazanmıştır. Çünkü o dönem diğer gelişen ülkelere benzer şekilde Türkiye’de de sermaye girişlerinde yaşanan aşırı artış, kredi büyümesine neden olarak makro finansal riski yükseltmiştir.

Zorunlu karşılıklar maliyet ve likidite kanalı üzerinden ekonomiye etki etmektedir. Bununla birlikte zorunlu karşılıkların likidite kanalı üzerinden ekonomiye etkisi, genel olarak kredi-mevduat faiz farkı vasıtasıyla gerçekleşmektedir. Çalışmanın ilerleyen bölümlerinde ilk olarak kredi-mevduat faiz farkının ne olduğu ve para politikasının bu faiz farkına doğrudan etkisinin nasıl sonuçlar doğuracağı konusu yer almaktadır. Ardından zorunlu karşılık oranlarının, maliyet kanalı ve likidite kanalı üzerinden ekonomiyi nasıl etkilediği konuları ele alınacaktır.

2.1.3.1. Zorunlu Karşılıkların Maliyet Kanalı Üzerinden Piyasaya Etkisi

Zorunlu karşılıklardaki değişimler, bankaların yükümlülüklerinin maliyetini etkilemektedir. Merkez bankasının bu politika aracını kullanmasının ardından bankalar zorunlu karşılık oranındaki değişimi telafi etmek için mevduat ve kredi faizleri arasındaki farkı yeniden düzenleme yoluna gidecektir. Zorunlu karşılık oranlarındaki değişimin mevduat-kredi faizleri arasındaki farkı etkileme oranı ise temel olarak zorunlu karşılık oranının ne kadar olduğuna ve zorunlu karşılığa tabi tutulan yükümlülüklerin faiz oranlarına bağlıdır (Reinhart ve Reinhart, 1999: 34). Bunun yanı sıra zorunlu karşılıkların mevduat faizine ve kredi faizine yansıtacağı oran finansal sistemin yapısına da büyük ölçüde bağlıdır. Finansal sistemde banka mevduatının ikamesi olabilecek hizmetler arz eden finansal kuruluşlar varsa, zorunlu karşılık oranlarındaki değişimler mevduat faizlerini daha az etkilenmektedir. Buna karşı müşterilerin banka kredisi dışından finansman ikame imkanlarının olduğu durumda ise zorunlu karşılık oranlarındaki

değişimin kredi faizleri üzerinde daha az etki oluşturması beklenmektedir (Koray, Kara ve Yürükoğlu, 2012: 12).

Merkez Bankası fonlarının mevduatın yerine ikame edebilirlik derecesi de zorunlu karşılıktaki artışın ne ölçüde mevduat faizine ve ne ölçüde kredi faizine yansıtılacağını belirleyen faktörlerden bir tanesidir. Bankaların, kısa vadeli Merkez Bankası fonlarını mevduatın alternatifi olarak görmesi durumunda, zorunlu karşılık oranlarındaki artışa karşı bankalar maliyeti yükselen mevduatın faizini düşürecektir. Böylelikle artan zorunlu karşılık oranı kredi faizinden çok mevduat faizlerine yansıyacaktır (Kara, 2012: 12).

Özetle, zorunlu karşılıklardaki değişimin kredi faizine yansımaları, dolayısıyla krediler üzerinde istenen etkinin oluşması için yukarıdaki şartların bu amaca uyumlu olması gerekmektedir. Gerekli ortam sağlanmışsa zorunlu karşılıklar değiştirildiğinde kredi faizlerinin de değişmesi ve böylece krediler üzerinde etki oluşturulması beklenmektedir. Ancak Türkiye gibi ülkelerde maliyetin tamamı kredi faizlerine yansıtılsa bile kredi talebinde etkin bir değişimin olmayacağı düşünülmektedir. Sonuç olarak zorunlu karşılık oranındaki değişimin, maliyet kanalıyla krediler üzerinde oluşturduğu etkinin belirgin derecede olmadığı düşünülmektedir (Alper ve Tiryaki, 2011: 6).

Kredi-mevduat faiz farkı aynı zamanda bankaların kredi verme standardına (şartlar bütünü) ait mühim bir göstergedir. Kredi faizi ve mevduat faizi arasındaki farkın çok olması bankaların kredi verirken belirledikleri standarda bağlı kaldıklarını ve kredi alma heveslerinin az olduğunu göstermektedir. Ekonomik etkinliğin azaldığı dönemlerde bankaların kredi standartları sıkılaşmakta, risk alma hevesi azalmakta, aralarındaki rekabet zayıflamakta, kredi-mevduat faizi farkı ise artmaktadır. İktisadi faaliyetlerin güçlenme dönemlerinde ise bunun tam tersi gözlemlenmektedir (Bernanke, Gertler ve Gilchrist, 1996: 7).

Literatürde merkez bankasının ellerindeki araçlarla kredi mevduat faiz farkına doğrudan tepki vermesinin fiyat istikrarı ve finansal istikrara yönelik olumlu sonuçlar doğuracağını savunan birçok çalışma vardır. Örneğin, Gertler ve Karadi (2011) çalışmalarında kredi-mevduat faiz farkındaki dalgalanmaların ekonomide olumsuz sonuçlara neden olduğunu gösteren bulgulara ulaşmışlardır. Ayrıca yazarlar bu dalgalanmalara para politikasının doğrudan tepki vermesinin bu doğrultuda işe

yarayacağını savunmuşlardır. Benzer şekilde Gilchrist ve Zakrajšek (2011) çalışmasında faiz farkındaki dalgalanmalara para politikasıyla tepki verilmesinin faydalarından bahsetmişlerdir. Woodford ve Vasco (2009); McCulley ve Toloui (2008) ise çalışmalarında politika vasıtasıyla kredi-mevduat faizi arasındaki farkın para politikası ile azaltılmasının toplam refaha ve finansal piyasaların istikrarına katkı sağlayacağını savunmuşlardır.

2.1.3.2. Zorunlu Karşılıkların Likidite Kanalı Üzerinden Piyasaya Etkisi

Zorunlu karşılıklar maliyet kanalından daha çok likidite kanalıyla krediler üzerinde etkili olmaktadır. Bankalar zorunlu karşılıklar vasıtasıyla onlardan çekilen likiditeyi merkez bankasından daha fazla borçlanarak telafi edebilir. Böyle bir durumda ise zorunlu karşılık uygulaması likidite kanalı üzerinden etkili olmayabilir. Fakat zorunlu karşılıklarla çekilen paranın yeniden merkez bankasından telifisi bankaları vadesi çok az olan merkez bankası kaynaklarına biraz daha bağımlı yapacağından dolayı, bankaların kredi miktarı değişmediği durumda bile üstlendikleri vade uyumsuzluğu riskini ek faiz olarak kredi faiz oranlarına yansıtacak yada kısa vadeli kaynaklara olan bağımlılığı azaltmak amacıyla kredilerinin miktarını azaltacaklardır (Alper ve Tiryaki, 2011: 6-7).

Faiz riskinin bankaların davranışı üzerinde etki ise derecesi temel olarak aşağıdaki iki unsura bağlıdır: (Tanınmış Yücememiş, Alkan ve Dağıdır, 2015: 9)

- Diğer kaynaklar ile kısa vadeli merkez bankası fonları arasında ikame edilebilirliğin miktarına. Tam ikame durumu varsa bankaların daha fazla kısa vadeli kaynak kullanması risklilikte artışa neden olmayacağından, bankalar kredi faizlerini yükseltmek durumunda kalmayacaklardır. Böylece merkez bankasının kredileri etkileme amacı başarısız olacaktır.
- Zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin vadeye göre farklılaştırılmasına: Banka yükümlülüklerinin vadesini uzatma amacıyla geliştirilen bir uygulama sonucunda kısa vadeli merkez bankası fonlarına karşın, diğer orta veya uzun vadeli mevduatlar daha fazla tercih edileceğinden zorunlu karşılıkların likidite kanalı yoluyla etkileri güçlenecektir.

Zorunlu karşılık oranlarının, faiz koridoru ve likidite yönetimi ile birlikte uygulanması bu aracın likidite kanalı vasıtasıyla krediler üzerinde yarattığı etkiyi

arttırmaktadır. Çünkü likidite kanalı, faiz koridoru aracı ve likidite yönetimi ile etkileşim halinde faaliyet göstermektedir. Merkez bankası, faiz koridoru ve likidite yönetimi araçlarını kullanarak, zorunlu karşılıklarla tutulan paranın merkez bankası sermayesiyle telafisinin maliyetini arttırmaktadır. Bu durum ise bankaları merkez bankasından fon talebi konusunda daha temkinli davranmaya ikna etmektedir (Çevik, 2016: 714). Zira günümüzde de TCMB, belirlediği ara amaçlara ulaşmak için bir değil, birden fazla politika aracını koordineli şekilde kullanmaktadır.

2.1.4. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)

TCMB yeni para politikası çerçevesinde politika faiz oranı, faiz koridoru, zorunlu karşılık oranlarının yanı sıra 12 Eylül 2011 tarihinden itibaren rezerv opsiyonu mekanizması (ROM) aracını geliştirmiş ve aşamalı bir şekilde uygulamaya koymuştur. Kısa bir tanımla rezerv opsiyon mekanizması, bankaların ve diğer finansal kuruluşların TL cinsinden zorunlu karşılıkların bir kısmını yabancı para ve altın cinsinden tesis edilmesine olanak sağlayan bir uygulamadır (Aysan, Fendoglu ve Kilinc, 2014: 13).

ROM'un TCMB tarafından uygulanmasındaki temel amaçlar şunlardır (TCMB, 2012c; Küçükserağ ve Özel, 2012: 3-4):

- Kısa vadeli sermaye giriş ve çıkışlarındaki oynaklıkların döviz kurlarında oluşturabileceği aşırı dalgalanmaların karşısını almak
- TCMB'nin brüt döviz rezervlerini arttırmak
- Her bankaya kendi likidite optimizasyonunu yapabilme fırsatı tanımak
- Bankalara, kendi likidite yönetimlerinde esneklik imkânı sağlamak
- Sermaye hareketlerinin krediler üzerinde etkisini azaltmak amacıyla, yabancı paralarla sağlanan kısa vadeli kredileri sınırlamak
- Faiz koridoru gibi diğer para politikası araçlarına olan bağıllığı sınırlamak
- Bankaların kısa vadeli kur swapı uygulamalarına olan ihtiyacını azaltarak kur swapları kanalıyla gelen kısa vadeli sermaye girişlerini sınırlamaktır.

ROM bankaların TL zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdesini yabancı para (YP) ve altın cinsinden oluşturabilmelerine olanak sağlamaktadır. Bankaların ne miktarda bu imkânı kullanabileceği rezerv opsiyon oranına bağlıdır. TL zorunlu karşılıkların tesis

edilebilecek YP ve altın karşılığını belirleyen katsayılar ise “Rezerv Opsiyon Katsayısı (ROK)” olarak tanımlanmaktadır (Koray, Kara, Yürükoğlu ve 2012: 1).

ROM işleyişini anlamak için, bankaların TL yükümlülükleri için tesis etmeleri gereken zorunlu karşılıkların 100 TL olduğunu, YP için rezerv opsiyon oranının % 60 olduğunu (TL zorunlu karşılıkların yüze 60 oranına karar YP olarak tutulmasına izin verildiğini), ROK 1 olduğunu (1 TL zorunlu karşılık yerine 1 TL’ye karşılık gelen tutarda YP tutabildiğini) ve ABD dolar/TL kuru ise 2 olduğunu varsayalım. Bu durumda 60 TL’nin yabancı para ile tahsis edebilme imkanının tamamını kullanmayı tercih eden bankalar buna karşılık gelen $60/2=30$ tutarında ABD doları zorunlu karşılık tutmak durumunda olacaktır. Örnekteki ROK’un 1 değil de 2 olması halinde ise bankalar, imkândan yararlanmak istediklerinde her 1 TL için 2 TL karşılığı döviz tutmak zorunda kalacaklardır. Bu durumda bankalar TCMB’ye 60 TL zorunlu karşılık için 120 TL’ye karşılık gelen $120/2=60$ ABD doları tahsis etmeleri gerekmektedir (Suat Oktar, Yurdabak, 2012: 92-93).

Yukarıdaki örnekte ROK, Rezerv Opsiyon Oranına göre değişmemektedir. Buna karşı, ROK’un rezerv opsiyon oranı gereğince arttığı uygulamalar da mevcuttur. Böyle durumda bankalar zorunlu karşılıklarını TL yerine yabancı parayla tutmayı tercih ederlerse, giderek artan oranda döviz tutmaları gerekmektedir. TCMB’nin mevcut uygulamasında ise ROK, rezerv imkanının kullanımına bağlı olarak artan bir yapı göstermektedir.

Bankaların, ROM’un sunmuş olduğu olanaktan hangi oranda yararlandıkları ve olanağı kullanma hususunda bankaların tercihi marjinal ROK değerine bağlıdır. Marjinal ROK değeri ise YP ve TL kaynakların göreceli maliyetine ilişkin bir değişkendir. Eğer bir banka için TL kaynakların maliyeti % 8, yabancı kaynakların maliyeti % 4 ise bu bankanın rezerv opsiyonunu ROK’un 2’ye eşit olduğu seviyeye kadar kullanması beklenmektedir. ROK’un basitleştirilmiş matematiksel formülü kabaca şu şekildedir (Koray, Kara ve Yürükoğlu, 2012: 11):

$$ROK^e = \frac{r_t^{TL}}{r_t^{YP} * \frac{E(e_{t+1})}{e_t}}$$

(1)

Denklem (1)'de ROK^e eşik ROK değerini, r_t^{TL} TL kaynakların maliyetini, r_t^{YP} YP borçlanma maliyetini, e_t tesis dönemi başlangıcındaki kur değerini, $E(e_{t+1})$ ise tesis dönemi sonunda beklenen kur değerini göstermektedir. Denklem paydasındaki terim $(r_t^{YP} * \frac{E(e_{t+1})}{e_t})$ zorunlu karşılıkların yabancı para (YP) ile tutulması durumunda dönem sonu için beklenen maliyeti TL cinsinden göstermektedir. Payındaki terim r_t^{TL} ise bankaların zorunlu karşılıkları TL ile tutulması karşılığında katlanacağı maliyeti göstermektedir (TCMB, 2012c).

(1) numaralı denklemden de görüldüğü üzere TL ve YP görece maliyetlerindeki farklılaşma eşik ROK değerini değiştirebilmektedir. Bu durum ise ROK'un otomatik dengeleyici olarak çalışabilmesini sağlamaktadır. Zira, sermaye akımlarında güçlü hareketliliğin yaşandığı dönemlerde ROK, döviz likiditesini etkileyerek döviz kuru oynaklığını ve kredi miktarındaki ani değişimleri azaltabilmektedir. Sermaye akımlarının yavaşladığı dönemde ise bunun tersi gerçekleşmektedir. Bu süreç aşağıdaki gibi işlemektedir (Küçüksaraç ve Özel, 2012: 3; Ergin ve Aydın, 2017: 72; TCMB, 2012c: 2-3):

- Sermaye girişlerinin arttığı dönemde bankalar yabancı para kaynaklarına daha rahat ulaşabilmektedir ve yabancı para kaynaklarının maliyeti böyle durumda düşük olduğu için rezerv opsiyonu mekanizmasını daha fazla kullanma eğiliminde olmaktadır. Böylece sermaye akımlarının artması sonucu TL'de oluşabilecek aşırı değerlenme baskısı azaltılabilecek, aynı zamanda özellikle yabancı para cinsinden verilen kredi miktarının arzı kısıtlanarak hızlı kredi büyümesi önlenebilecektir. Olanığın daha çok kullanılması durumunda bankalar TL likiditesi elde edeceklerdir. Olanığın tamamının kullanılması durumunda ise TCMB mevcut katsayıları artırarak ya da rezerv opsiyon mekanizmasına yeni bir dilim ekleyerek piyasadan daha fazla likidite çekebilecektir.
- Sermaye çıkışlarının arttığı dönemde bankaların yabancı para kaynaklarına ulaşması zorlaşmakta, yabancı para kaynaklarının maliyeti TL kaynakların maliyetine nazaran yükselmekte ve bunlardan dolayı bankalar imkânı daha az kullanabilmektedir. Bu durumda döviz ihtiyacını karşılamak isteyen bankalar, zorunlu karşılık olarak tuttıkları döviz rezervlerini çekerek döviz likiditesi sağlayabileceklerdir. Bankaların TCMB bünyesindeki döviz çekip, zorunlu

karşılıkların ağırlıkla TL olarak tahsis etmesi durumunda piyasanın TL likidite talebi artacak ve böylece TL üzerindeki ucuzlama baskısı azalacaktır. Ayrıca, döviz likidite talebinin çok yüksek olduğu durumda, TCMB ROK' u düşürerek piyasaya daha fazla döviz likiditesi sağlayabilmektedir.

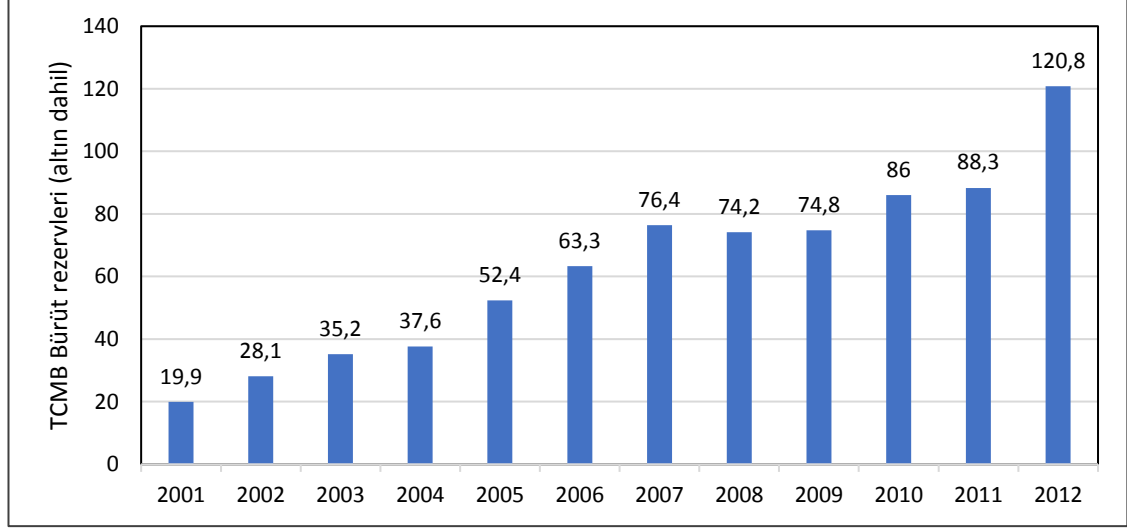
Hızlı sermaye çıkışlarının olduğu bir dönemde TCMB'nin rezerv opsiyonu mekanizmasının hangi dilimini indireceği ve bankaların döviz likidite problemlerinin olup olmaması önemli bir ayrıntıdır. Hızlı sermaye çıkışlarının yaşandığı bir dönemde yabancı para likiditesi bulma maliyetindeki artış nedeniyle imkânın son dilimlerini kullanmak bankalar açısından optimal olmadığından, imkânın son dilimleri için rezerv opsiyon katsayılarını indirilmesi bankaların imkânı istenen seviyede kullanmaları açısından tekrar imkân yaratmaktadır. Eğer bankaların döviz likiditesi problemleri yoksa, piyasaya sürülecek döviz likiditesinin azalmasına neden olabileceklerdir. Buna karşı bankaların döviz likidite sorunu varsa imkânı kullanmak uygun bir tercih olsa bile imkândan faydalanamayabileceklerdir. Böyle bir durumda, son dilim yerine ilk dilimdeki rezerv opsiyonu katsayılarının indirilmesi piyasaya daha fazla döviz likiditesi sağlanmasına, böylece TL üzerindeki ucuzlama baskısının daha fazla azaltılmasına imkân yaratmaktadır (Gündoğan, 2014: 66).

Ermişoğlu, Oduncu, ve Akçelik (2013), çalışmasında ROM'un döviz kuru oynaklığı üzerindeki etkisini, GARCH modelini kullanarak analiz etmiştir. Çalışmadan elde edilen bulgular, ROM'un döviz kurundaki aşırı dalgalanmaları azaltmada da etkin bir araç olduğunu göstermektedir.

Bir para politikası aracı olarak ROM, kredilerin sermaye hareketliliğindeki aşırı oynaklığa duyarlılığını azaltma amacına da hizmet etmektedir. Hızlı sermaye girişlerinde özellikle yabancı para cinsinden verilecek kredileri arz yönünden kısıtlayarak kredi genişlemesini kontrol altına almaya olanak sağlamaktadır. Hızlı sermaye çıkışlarında ise bankalar TCMB bünyesinde biriktirdikleri döviz rezervlerini kullanabileceklerdir.

Bütün bunların yanı sıra ROM uygulamasının diğer bir avantajı TCMB'nin brüt rezervlerini arttırmış olmasıdır. Şekil-4 de görüldüğü üzere TCMB'nin brüt rezervlerinde, ROM uygulaması sonrasında ciddi miktarda artış yaşanmıştır. 2011 yılının son çeyreğinde zorunlu karşılıkların YP cinsinden tutulan miktarı 10,3 milyar ABD Dolar'ından 2012:12 itibarıyla 27,2 milyar ABD Dolar'ına, altın olarak tutulan miktar

ise 2,3 milyar ABD Dolar'ından 12,5 ABD Dolar'ına yükselmiştir. Sonuç olarak ROM uygulamasından önce 88,3 milyar ABD Dolar'ı olan brüt rezervler, uygulama sonrası 120,8 milyar ABD Dolar'ına yükselmiştir (TCMB, 2012b: 16).



Kaynak: TCMB

Şekil-4 TCMB Brüt Rezervleri (Altın dahil, Milyar ABD doları)

TCMB, rezerv opsiyonu mekanizmasını 2011 yılının Eylül ayından itibaren kullanmaya başlamış ve rezerv opsiyon oranını % 10 olarak belirlemiştir. Ardından rezerv opsiyon oranı Ekim ayında % 20'ye, Kasım ayında ise % 40'a yükseltilmiştir. 2012 yılının Haziran ayında ise % 40 olan rezerv opsiyon oranına % 5 oranında dilim eklenmiş ve bu dilim için ROK 1,4 olarak ilan edilmiştir. Daha sonra % 45'e ulaşan rezerv opsiyon oranına iki tane daha % 5'lik dilimler eklenmiş ve ROK, son dilim için 2, sondan ikinci dilim için 1,9, sondan üçüncü dilim için ise 1,7 olarak belirlenmiştir. Ardından alınan kararlarla, ilk % 40 oranında dilim için ROK 1'den 1,1 değerine yükseltilmiştir. Böylece ROM'u kullanan TCMB, iktisadi büyümeye destek amacıyla faizlerin düşürülmesinde başarılı olmuştur. Ayrıca bu araç vasıtasıyla TCMB döviz rezervlerinde artış sağlanmış ve bu durum 2012 yılının son çeyreğinde azalan banka döviz rezervlerinin eski düzeyine yükseltilmesinde önemli bir etken olmuştur. Gelişmiş ülke merkez bankalarının parasal genişleme yaptığı dönemde ise TCMB, ROM uygulaması sayesinde TL'de oluşacak aşırı değerlenmesini önlemeyi başarmıştır (Ergin ve Aydın 2017:71). Dolayısıyla ROM Türkiye'de, özellikle finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi açısından büyük öneme sahiptir.

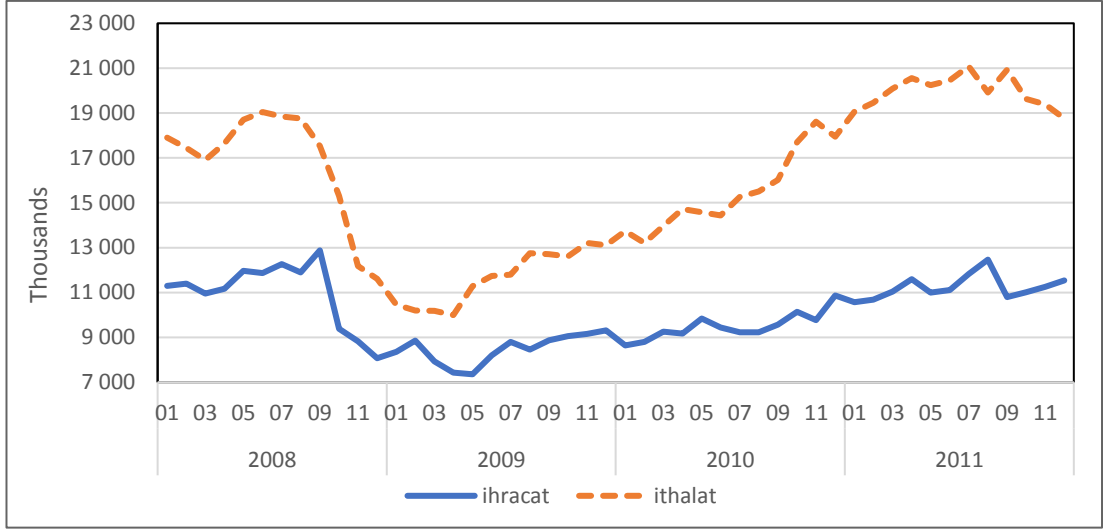
2.2. Esnek Enflasyon Hedeflemesi Döneminde TCMB'nin Politika Yolu

Aşağıdaki bölümlerde TCMB'nin esnek enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde yürüttüğü politikaların fiyat istikrarı ve finansal istikrara etkisi incelenmektedir.

2.2.1. Kasım 2010-Ağustos 2011 Döneminde TCMB'nin Yürüttüğü Para ve Kur Politikaları

TCMB'nin 2010 yılının son döneminden başlayarak yürüttüğü politikaları daha iyi anlamak için, ilk olarak küresel krizin ardından meydana gelen ekonomik dinamikleri iç ve dış denge ile makroekonomik finansal riskler açısından incelenmesi çok önemlidir. 2009 yılının ortalarından itibaren diğer gelişmekte olan ülkeler gibi Türkiye ekonomisi de iç talepteki artış nedeniyle hızlı büyüme sürecine girmiştir. 2010 yılında gelişmiş ülke merkez bankalarının ikinci tur genişleme politikaları uygulamasının ardından gelişmekte olan ülkelere kısa vadeli sermaye akımlarının artması bu eğilimi daha da keskinleştirmiştir (Şekil-6). Türkiye'de sermaye girişleri hem Türk Lirası'nı değerlendirmiş hem de yurt içi kredi kullanımında ivmeye neden olmuştur. Böylece dış ticaret ve cari işlemler dengesinde aşırı bozulma meydana gelmiştir. Cari işlemler dengesindeki bozulma Türkiye ekonomisini, küresel risk iştahındaki hızlı değişimler karşısında kırılgan duruma getirmiştir (Şekil-5). Bu tehditler geleneksel para politikası yerine, dışarıdan gelen şoklara erken cevap verme yeteneği olan daha esnek politika anlayışını Merkez Bankası'nın gündemine getirmiştir. Böylece TCMB, enflasyondaki pozitif seyretmenin de sağladığı olanaklarla, finansal riskleri azaltmaya yönelik yeni politikalar geliştirmiştir. Finansal istikrarı da gözetilen yeni politika çerçevesinde krediler ve döviz kurları gibi değişkenler yakın takibe alınmıştır. Özellikle finansal istikrarın önemli parçası olan kredi büyümesinin iktisadi dinamiklere uyumlu seyretmesi amacıyla bir hafta vadeli repo ihalelerine ilaveten likidite politikaları, zorunlu karşılıklar ve faiz koridoru bir arada kullanılmaya başlanmıştır (TCMB, 2011: 2-3).

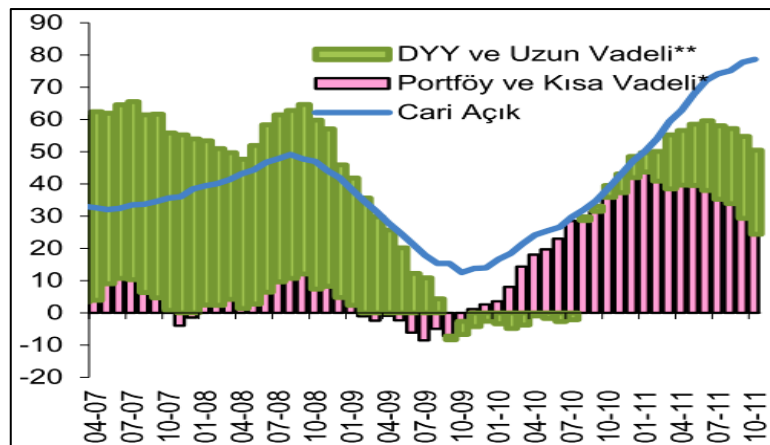
Şekil-5'den gözüktüğü üzere küresel krizin etkisiyle 2008 yılının sonundan 2009 yılının ortalarına kadar hem ihracat hem de ithalatta keskin düşüşler seyredilmiştir. 2009 yılının ortalarından 2010 yılının sonlarına kadar ihracatta düşük oranda olsa da ithalattaki artış yüksek oranlarda seyredilmiştir. Diğer bir ifadeyle, 2009 yılının ortalarından 2010 yılının sonlarına kadar cari işlemler açığı giderek derinleşmiştir.



Kaynak: TÜİK'den alınan veriler kullanılarak yazar tarafından hazırlanmıştır.

Şekil-5: Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış Dış Ticaret, 2008-2011

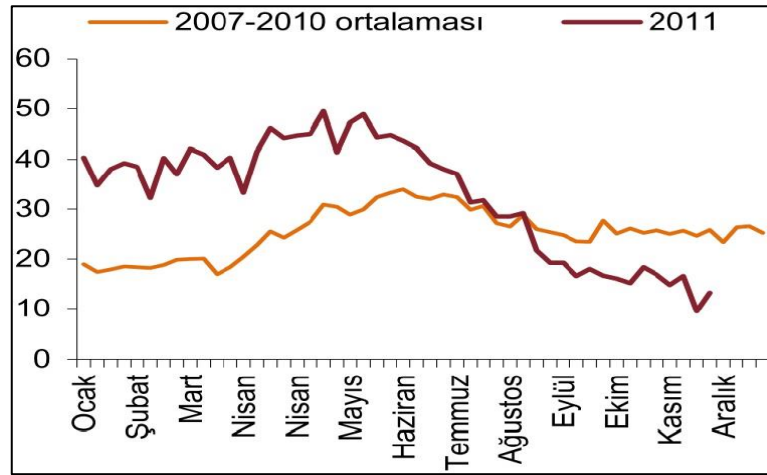
Şekil-6 da ise 2007-2011 yılları arasında cari açığın temel finansman kaynakları gösterilmiştir. Şekilden de gözüktüğü üzere 2010 yılının ilk döneminden itibaren ülkeye gelen dış sermayenin büyük bir kısmı kısa vadeli olmuştur. Sermaye girişlerinin kısa vadeli olması ise ülke ekonomisi için daha fazla risk teşkil etmektedir. Daha sonra alınan önlemler sonucunda 2011 yılının ortasından itibaren hem kısa vadeli hem de uzun vadeli sermaye girişleri azaltılmış, böylece cari açığı keskin artış yavaşlatılmıştır. Buradaki önemli nokta, uygulanan politikalar sonrası kısa vadeli sermaye girişleri, uzun vadeliye oranla daha fazla azalmış olmasıdır.



Kaynak: TCMB

Şekil-6: Cari Açığın Temel Finansman Kaynakları, 2007-2011 (Milyar ABD Doları)

TCMB Kasım 2010'dan Avrupa ekonomisindeki belirsizliklerin arttığı Ağustos 2011 tarihine kadarki süreçte kısa vadeli sermaye girişlerini sınırlandırmaya, TL'deki aşırı değerlenmenin önüne geçmeye ve aynı zamanda yurt içi kredilerindeki ve talepteki büyümeyi kontrol altına almaya çalışmıştır. Bu dönem risk iştahının güçlü olması ve sermaye akımlarının çoğunlukla kısa vadeli olmasına rağmen (Şekil-6), Merkez Bankası faiz koridorunu aşağıya doğru genişletip, gecelik piyasa faizlerinde aşağıya doğru oynaklığı arttırmıştır. Böylece çok kısa vadeli sermaye girişlerinin azaltılması mümkün olmuştur. Başka bir yönden TCMB, aşırı kredi genişlemesini engellemek, iç talebi kontrol altına almak ve TL'deki değerlenme baskısını azaltmak için zorunlu karşılık oranları belirgin derecede arttırılmış ve yabancı para zorunlu karşılık oranlarını % 11 düzeyine yükseltmiştir. Bunların sonucunda hem Türk Lirası üzerindeki değerlenme baskısı sınırlandırılmış hem de Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun da aldığı tedbirlerin katkısıyla kredilerde 2011 yılının ortasından itibaren belirgin bir yavaşlama gözlemlenmiştir (Şekil-7) (TCMB, 2011: 3-4).



Kaynak: TCMB

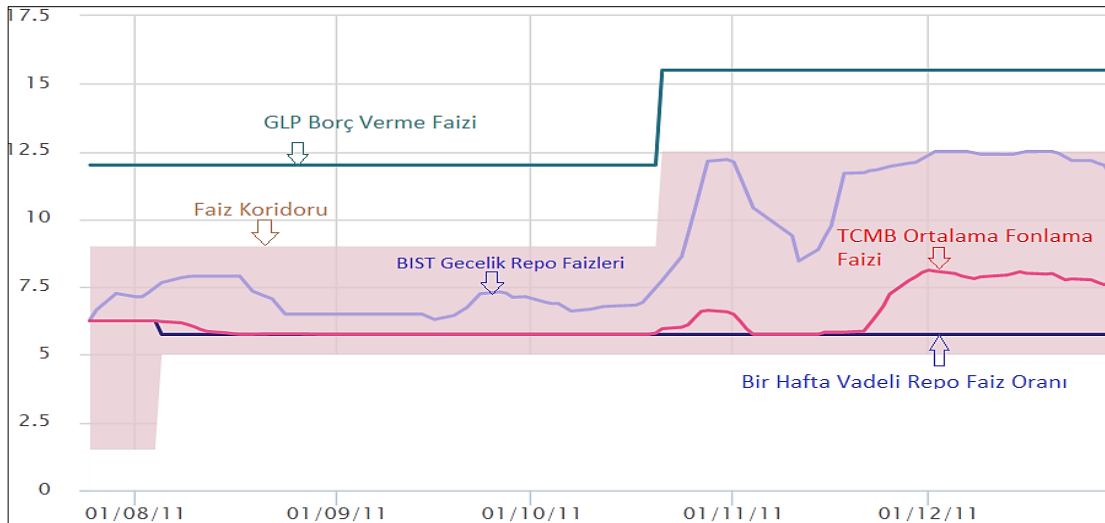
Şekil-7: Kredi Artış Oranı (13 Haftalık Hareketli Ortalama, Yıllıklandırılmış, %)

Sonuç olarak 2010 yılının sonlarında TCMB'nin uyguladığı politikalar sonucu TL' deki aşırı değerlenme baskısı azaltılmış, kredilerdeki aşırı büyüme yavaşlatılmış ve cari dengede istikrarlı bir iyileşme gerçekleşmiştir. Ayrıca TL'deki aşırı değerlenmenin önüne geçilmesi ve kredi büyümesinin yavaşlatılması, net ihracatta belirgin artışa neden olarak GSYH'nin büyümesini sağlamıştır. Böylelikle finansal riskler sınırlandırılmış ve ekonomi dengeleme sürecine girmiştir (TCMB, 2012b: 6-7).

2.2.2. Ağustos 2011-Mayıs 2013 Döneminde TCMB'nin Yürüttüğü Para ve Kur Politikaları

2011 yılının Ağustos ayından sonra kamu borcu sorunları Euro bölgesi ekonomilerinde derinleşmeye başlamış, küresel ölçekte risk iştahında belirgin artış gözlenmiş ve bunların sonucunda gelişmekte olan ülkelerden sermaye çıkışları hızlanmıştır. Yeni para politikası çerçevesinde TCMB'nin bu duruma karşı yaptığı uygulamalar aşağıdadır: (TCMB, 2011: 5)

- Kısa vadeli faizdeki belirsizliği azaltarak sermaye çıkışlarına engel olmayı amaçlayan TCMB, gecelik borç alma faizlerini yükselterek faiz koridorunu daraltmış ve böylece faizdeki oynaklığı azaltmıştır. Ayrıca faiz belirsizliği politika aracı olarak etkin bir şekilde kullanılmıştır (Şekil-8).
- Ekonomik eylemlere ilişkin dış talepten kaynaklanan riskleri azaltma amacıyla bir hafta vadeli repo faizlerinde sınırlı oranda indirim yapılmıştır (Şekil-8).
- Finansmanda olabilecek ani duruş riskine karşı, iç piyasaya belirgin miktarda döviz fonlaması yapmıştır.
- Diğer taraftan kredi büyümesinin hala güçlü olması ve kısa vadeli faizlerin düşük seyretmesinden dolayı karşılık oranı yüksek seviyelerde tutulmaya devam edilmiştir.



Kaynak: TCMB

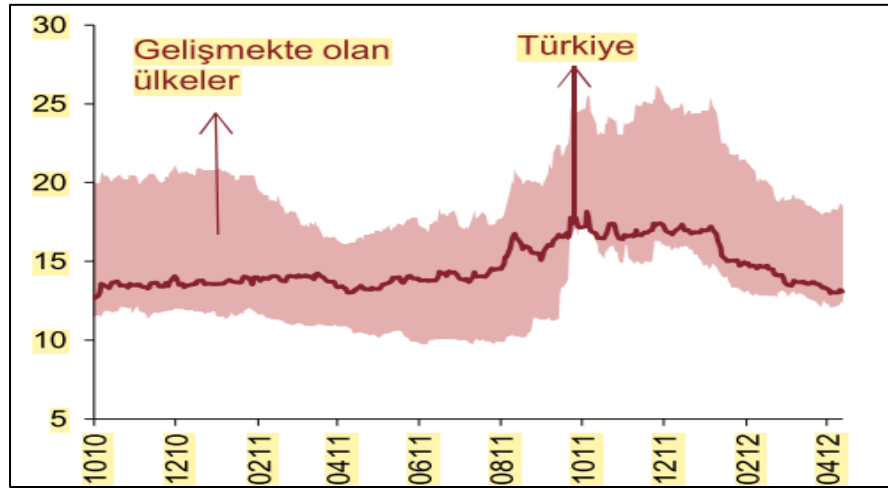
Şekil-8: TCMB Faiz Koridoru ve Faiz Oranları (%)

Ekim 2011 sonrası dönemde ise Euro bölgesindeki borç krizinin daha fazla büyümesi sonucunda Türk Lirası'nın istenenden fazla değer kaybetmesi, tütün ve enerji gibi fiyatı yönetilen ürünlere gelen aşırı zam ve işlenmemiş gıda fiyatlarının keskin şekilde yükselmesi enflasyonda hızlı artışa neden olmuştur. Bu durum ise enflasyonla ilgili beklentilerin bozulması riskini de beraberinde getirmiştir. Buna karşı TCMB, faiz koridorunu yukarıya doğru genişletmiş ve bir hafta vadeli repo faizinden yapılan fonlamayı kısarak, daha fazla maliyetli olan likidite araçlarından fonlama yapmayı tercih etmiştir (Şekil-8). Böylece kısa vadeli piyasa faizlerinde belirgin yükseliş yaşanmış ve bu sıkı para duruşu sonucunda enflasyon beklentilerinin bozulmasının önüne geçilmiştir. Bunun yanı sıra TCMB, gecelik faiz oranındaki artışın likiditede sıkışmaya ve dolayısıyla kredilerde durmaya neden olması ihtimaline rağmen zorunlu karşılık oranlarını da indirmiştir (KARA, 2012: 17; TCMB, 2011: 6). Dolayısıyla TCMB fiyat istikrarına odaklanırken, finansal istikrarı göz ardı etmemiştir. Ayrıca Merkez Bankası bu süreçte, küresel piyasalardaki değişimlere eşzamanlı olarak döviz alım satım işlemlerine devam etmiş ve ilk kez ROM'u uygulamaya başlamıştır.

TCMB'nin 2011 yılının ikinci çeyreğinde uyguladığı politikalar, Avrupa ekonomisindeki artan belirsizlik sonucu meydana gelen dalgalanmaların ekonomi üzerinde yaratacağı olumsuz etkiyi azaltmada etkili olmuştur. Uygulanan politikalar sonucunda 2012 yılı boyunca enflasyonda istikrarlı bir düşüş seyredilmiş ve enflasyon rakamları hedefleneneye yakın gerçekleşmiştir.

2012 yılının ikinci çeyreğine gelindiğinde ise jeopolitik risklerin artması, küresel ekonominin belirgin derece yavaşlaması ve özellikle iç talebin yavaşlaması sonucunda büyümede belirgin bir yavaşlama seyredilmiştir. Bu durumu çözmeyi amaçlayan Merkez Bankası, 2012 yılının ortalarından itibaren iç talebi arttıracak ve finansal istikrarı sağlayacak para politikası uygulamaya başlamıştır. İlk olarak piyasaya verdiği likidite miktarını arttırarak ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti faiz oranını düşürmeye başlayan TCMB, bunun ardından borç verme faiz oranını 250 baz puan düşürerek ve politika faiz oranını 25 baz puan indirerek faiz koridorunu daraltmıştır. Bu politikalarla TCMB, bankaların tüketici kredisi faiz oranını düşürmesini, böylece özel kesim kredilerinin büyümesini ve bunların sonucunda iç talebin canlanmasını amaçlamıştır. Ancak bankalar,

tüketici kredilerinin ortalama faiz oranını beklendiği kadar düşürmediği için iç talep yeterince canlanmamıştır (TCMB, 2012b: 20-21). Dolayısıyla buradan, 2012 yılının ikinci yarısında uygulanan politikaların ekonomik büyümeyi yeterince etkileyemediğini söylemek mümkündür. Ayrıca bunlara eşzamanlı olarak TCMB, ROM'u aktif bir politika aracı olarak kullanmaya başlamıştır. Başlarda Rezerv Opsiyon Oranı döviz için ve altın için % 10 iken, daha sonra kademeli şekilde yükseltilmiş ve son olarak 2012 yılının Ağustos ayında döviz için % 60, altın için % 30 seviyesinde belirlenmiştir. ROK ise, döviz olarak tutulan kısım için ilk % 40'lık ve izleyen 5 puanlık dilimlerde 1,4 ve 2,4 oranında, altın olarak tutulan kısım için ise ilk % 20'lik ve izleyen % 5 puanlık dilimler için 1,3 ve 2,3 oranında artan bir şekilde belirlenmiştir. ROM uygulaması ve döviz alım satım işlemleri sonucunda Türkiye'de, diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla döviz kurundaki oynaklık daha az gerçekleşmiştir (Şekil-9).



Kaynak: TCMB

Şekil-9: Döviz Kuru Oynaklığı (% 12 ay için)

2.2.3. Mayıs 2013-Aralık 2015 Döneminde TCMB'nin Yürüttüğü Para ve Kur Politikaları

2013 yılı Mayıs ayı sonrasındaki dönemde ise küresel para politikalarına yönelik gelişmeler finansal piyasalardaki hareketleri büyük ölçüde etkilemiştir. Bu dönem küresel düzeyde neredeyse bütün finansal varlık fiyatlarında büyük değişimler yaşanmış ve gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımlarında aşırı azalma gözlemlenmiştir. Bu gelişmeler sonucunda TL de aşırı değer kaybı yaşanmış ve bu durum enflasyonist

beklentileri fiyatlama davranışlarını da olumsuz etkilemiştir. Bu dönemde TCMB, faiz koridoru, 1 hafta vadeli repo faiz oranı, TL ve YP likidite politikaları ve zorunlu karşılık oranlarını etkin şekilde kullanmıştır. Ayrıca TCMB küresel para politikalarında yaşanan belirsizliklerin döviz piyasası üzerinde etkisini azaltmak amacıyla döviz likiditesi düzenleme amaçlı tedbirler almıştır. Daha sonra, 2015 yılının genelinde sıkı likidite politikaları uygulanarak fonlama faizi kademeli şekilde yükseltilmiş ve bankalar arası repo faizlerini faiz koridorunun yukarı bandında gerçekleşmesi sağlanmıştır (TCMB, 2014a).

Makro ihtiyati tedbirler, para politikasındaki sıkı duruş ve başta petrol olmak üzere ithal edilen mallarının fiyatlarında yaşanan düşüş 2015 yılında enflasyondaki yükselişi sınırlamıştır. Ancak yine de gıda fiyatlarında devam eden yüksek seğirin etkisiyle enflasyon, o yılki hedefinin üzerinde gerçekleşmiştir (TCMB, 2015: 4-5).

Bunların yanı sıra seçimin geride kalmasıyla azalan belirsizliğin yatırımı olumlu etkilemesi, tüketimin hızlanması, kamu harcamalarının artması, AB'ye yapılan ihracatın artması ve önemli hammaddelerin fiyatlarındaki düşüş büyümenin hem harcamalar hem de üretim tarafında belirgin artışa neden olmuştur. 2014 yılının başlarında yavaşlayan GSYİH büyüme oranı, 2015 yılının birinci çeyreğinden başlayarak yılın tamamında artış göstermiştir. Şöyle ki GSYİH, 2015 yılının dördüncü çeyreğinde 2014 yılının aynı çeyreğine göre % 5,7 artış göstermiştir (Artekin ve Soydal, 2017: 184).

BÖLÜM III

ENFLASYON HEDEFLEMESİ BAĞLAMINDA FİNANSAL İSTİKRAR: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

2001 Krizi ile yaşanan gelişmeler Türkiye’yi yeni para politikası stratejisi arayışına sürüklemiştir, böylece Türkiye’de 2002 yılından itibaren enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş yapılmıştır. Günümüze kadar uzanan bu süreçte, kısa vadeli faiz oranlarının yanı sıra zorunlu karşılık oranları, rezerv opsiyon mekanizması ve faiz koridoru gibi yeni politika araçlarının kullanımına başlanmıştır.

1. VERİ VE EKONOMETRİK YÖNTEM

Çalışmanın bu bölümünde örtük, açık ve esnek enflasyon hedeflemesi döneminde, enflasyon oranı ile onu etkileyen değişkenler arasındaki dinamik ilişki Vektör Otoregrasyon (VAR) analiz yöntemi ile incelenmiştir. Ayrıca değişkenler arasındaki ilişkiyi yorumlamak için Etki-Tepki fonksiyonları ve Varyans Ayrıştırması yöntemi kullanılmıştır. Veriler 2002:1 – 2019:3 dönemini kapsamaktadır. Kullanılan değişkenler ise aşağıdaki gibidir:

Tablo 3: Değişkenlerin Tanımlanması

Değişkenin Adı	Değişkenin Açıklaması
YKH	Yurtiçi Kredi Hacmi
REDK	Reel Efektif Döviz Kuru
M2	Para Arzı
R	Gecelik Reel Faiz Oranı
ENF	TÜFE

1.1. Birim Kök Testi

Zaman serisi analizlerinde, durağan olmayan değişkenler arasında gerçekte bir ilişki olmasa bile anlamlı bir ilişkinin olduğunu gösteren yanlış sonuçlar (sahte regresyon) ortaya çıkabilir. Dolayısıyla bu durumda elde edilen katsayıların F veya t istatistik değerleri güvenilir düzeyden uzaklaşmaktadır. Sahte regresyonu engellemek için değişkenlerin durağan olup olmadığını kontrol etmek gerekmektedir. Bir zaman serisinin

ortalamasının ve varyansının zaman içinde sabit kalması durağanlık olarak tanımlanabilir (Gujarati, 2004: 814-817). Değişkenlerin durağan olup olmadığını ve durağanlık düzeyini belirlemek için birim kök testi kullanılmaktadır. Birim kök testi için aşağıdaki otoregresif model denklem (2)'deki gibi ifade edilmektedir: (Ümit, 2016: 160)

$$Y_t = \rho Y_{t-1} + e_t \quad (2)$$

Denklem (2)'de e_t ortalaması sıfır, varyansı değişmeyen, ardışık bağımlı olmayan olasılıklı hata terimini, Y_t değişkenin t zamanda aldığı değeri, Y_{t-1} değişkenin t-1 döneminde aldığı değeri göstermektedir. Tahmin edilen regresyonda ρ katsayısı 1'e eşit ($|\rho|=1$) ise birim kök vardır, yani seri durağan değildir. Ancak ρ katsayısı 1'den küçük ($|\rho|<1$) ise birim kök yoktur, dolayısıyla seri durağandır sonucu elde edilmektedir (Ümit, 2016: 160). Birim kök içeren seriler VAR modelinde kullanılabilme için farkı alınarak durağanlaştırılmaktadır. Denklem (2)'nin her iki tarafından Y_{t-1} çıkarılarak aşağıdaki denkleme ulaşılabilir:

$$\Delta Y_t = (\rho - 1)Y_{t-1} + e_t \quad (3)$$

Denklem (3) de $(\rho - 1)$ yerine δ yazıldığında denklem (4) elde edilmektedir.

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + e_t \quad (4)$$

Denklem (4) serinin birinci farkını ifade etmektedir. Bu eşitlikte $\delta=0$ olması $\rho=1$ hipotezini ifade etmektedir. Dolayısıyla $\delta=0$ koşulunun test edilmesi ile ρ 'nun 1'e eşit olup olmadığı test edilmektedir. $\delta=0$ durumunda aşağıdaki denklem elde edilmektedir.

$$\Delta Y_t = Y_t - Y_{t-1} = e_t \quad (5)$$

Bu durumda $\Delta Y_t = e_t$ birinci fark dizisi durağandır. Birinci farkı alındıktan sonra seri durağanlaşır ise, seri birinci dereceden durağandır denmekte ve bu durum I(1) ile gösterilmektedir. Eğer seri birinci farkından durağan çıkmaz ise ikinci kez farkı alınmaktadır. İkinci farkı alınan seri durağan çıkarsa, ikinci dereceden durağandır denmekte ve I(2) şeklinde gösterilmektedir (Gujarati 2001: 719).

Bu çalışmada durağanlık analizi için Dickey ve Fuller (1981) tarafından geliştirilen "Genişletilmiş Dickey-Fuller" (ADF), Phillips ve Perron (1988) tarafından geliştirilen Phillips-Perron (PP), Kwiatkowski, vd. (1992) tarafından geliştirilen KPSS,

Ng ve Perron (2001) tarafından geliştirilen Pg-Perron's (MZa, MZt, MSB ve MPT) kök testleri kullanılmıştır. Ayrıca birim kök içeren değişkenlerin VAR modelinde kullanılabilmesi için, birinci ve ikinci farkı alınarak durağanlaştırılmıştır.

1.2. Var Analizi

Sims (1980) tarafından geliştirilen Vektör Otoregresif Model (VAR) makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkinin ve rassal şokların değişkenler üzerindeki etkisinin analiz edilmesi için kullanılmaktadır (Gujarati, Porter, 2009: 782). Makro ekonomik değişkenler birbirleri ile karşılıklı etkileşim içerisinde olduğundan, bu değişkenleri içsel-dışsal olarak ayırmak zordur. VAR modeli, tüm değişkenlerin birbirini etkileyebileceğini varsayarak içsel-dışsal değişken ayırımını ortadan kaldırmaktadır. Modelde kullanılan değişkenlerin tamamı bağımlıdır ve değişkenlerin her biri kendi gecikmeli değerleri ile diğer değişkenlerin gecikmeli değerlerinin doğrusal fonksiyonudur. VAR modellerinde değişkenlerin gecikmeli değerleri yer aldığından, geleceğe yönelik sağlıklı yorumların yapılması da mümkündür (Kumar, Leone ve Gaskins, 1995: 365).

VAR yöntemi ile ekonometrik model oluşturulurken modelin oluşumuna etki eden herhangi iktisadi teorinin varlığı kabul edilmemekte, böylece iktisadi teorilerin ileri sürdüğü kısıtlamaların, varsayımların model yapısını bozarak hatalı sonuçlara neden olmasına izin verilmemektedir (Özgen, Güloğlu, 2004: 93).

İkiden fazla değişken (n) ve birden fazla gecikmeler (p) içeren standart VAR modelini matris karakterleri kullanarak aşağıdaki gibi göstermek mümkündür (Enders, 2004: 297):

$$x_t = A_0 - A_1x_{t-1} + A_2x_{t-2} + \dots + A_px_{t-p} + e_t \quad (6)$$

Denklem (6)'da x_t : VAR sistemine dahil edilen (n) değişkenden her birini içeren (n*1) boyutunda bir vektörü, A_0 : (n*1) boyutunda sabit terimler vektörünü, A_i : (n*n) boyutunda katsayılar matrisini; e_t : (n*1) boyutunda hata terimleri vektörünü ifade etmektedir. (6) numaralı denklemdeki VAR modeli aşağıdaki gibi de gösterilmektedir (Enders, 2004: 301):

$$\begin{pmatrix} x_{1t} \\ x_{2t} \\ \cdot \\ \cdot \\ \cdot \\ x_{nt} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} A_{10} \\ A_{20} \\ \cdot \\ \cdot \\ \cdot \\ A_{n0} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} A_{11}(L) & A_{12}(L) & \cdots & A_{1n}(L) \\ A_{21}(L) & A_{22}(L) & \cdots & A_{2n}(L) \\ \cdot & \cdot & \cdot & \cdot \\ \cdot & \cdot & \cdot & \cdot \\ \cdot & \cdot & \cdot & \cdot \\ A_{n1}(L) & A_{n2}(L) & \cdots & A_{nn}(L) \end{pmatrix} \cdot \begin{pmatrix} x_{1t-n} \\ x_{2t-1} \\ \cdot \\ \cdot \\ \cdot \\ x_{nt-1} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} e_{1t} \\ e_{2t} \\ \cdot \\ \cdot \\ \cdot \\ e_{nt} \end{pmatrix} \quad (7)$$

A_{i0} Sabit terimleri ifade eden parametreleri

A_{ij} Gecikme işlemcisindeki çok terimlerini göstermektedir.

Denklem (7)'de A_0 matrisi n adet sabit terimi kapsadığından ve her bir A_i matrisi n^2 adet katsayıyı kapsadığından, tahmin edilmesi gereken parametre sayısı " $n^2 + pn$ " kadardır. Buna ilaveten $n \times n$ boyutunda olan beyaz gürültülü hata terimlerinin varyans kovaryans matrisi denklem (8)'de gösterilmiştir (Enders, 2004: 301).

$$\Sigma = \begin{bmatrix} var(e_1) & cov(e_1, e_2) & \cdots & cov(e_1, e_n) \\ cov(e_2, e_1) & var(e_2) & \cdots & cov(e_2, e_n) \\ \cdot & \cdot & \cdot & \cdot \\ \cdot & \cdot & \cdot & \cdot \\ \cdot & \cdot & \cdot & \cdot \\ cov(e_n, e_1) & cov(e_n, e_2) & \cdots & var(e_n) \end{bmatrix} \quad (8)$$

VAR analiz sonucunun yorumlanması için genellikle Etki-Tepki Fonksiyonları ve Varyans Ayrıştırması teknikleri kullanılmaktadır. Ağıdaki bölümlerde bu teknikler açıklanmaktadır.

1.2.1. Etki Tepki Fonksiyonları

Modelde yer alan bir değişkende, cari dönemde gerçekleşen bir birimlik rassal şokun diğer değişkenlerin cari ve gelecekteki değerlerinde meydana getireceği değişim Etki-Tepki (Impulse-Response) fonksiyonları ile hesaplanmaktadır (Barışık, Kesikoğlu, 2006: 69). Etki-Tepki Analizi ekonomik politikaların belirlenmesinde önemli rol oynamaktadır. Şöyle ki, makroekonomiyi önemli ölçüde etkilediği düşünülen değişkenlerin politika aracı olarak kullanılabilir olup olmadığı etki-tepki fonksiyonları ile belirlenmektedir (Özgen ve Güloğlu, 2004: 7).

1.2.2. Varyans Ayrıştırması

VAR modelinin hareketli ortalamalar bölümünden elde edilen Varyans Ayrıştırması (Variance Decomposition), değişkenlerin her birinde meydana gelen değişimin % kaçının kendi gecikmesinden ve % kaçının diğer değişkenlerden kaynaklandığını göstermektedir. Bir değişkende gerçekleşen değişimin kaynağı büyük ölçüde kendisi ise, bu değişkenin dışsal olduğunu göstermektedir (Lütkepohl, 1993: 56-57). Varyans Ayrıştırması iktisadi değişkenler arasındaki ilişkinin gücünü ve politika aracı olarak kullanılacak en etkili değişkeni belirlemede etkin şekilde kullanılmaktadır (Özgen, Güloğlu, 2004: 7).

2. ANALİZ SONUÇLARI

2.1. Birim Kök Testi Sonuçları

Kullanılan serilerde mevsimsellik olup olmadığı Kukla Değişken Yöntemi ile araştırılmıştır. Bunun sonucunda değişkenlerin hiçbirinde mevsimsel etkiye rastlanmamıştır. Ayrıca tüm serilerin logaritmaları alınmıştır.

Aşağıda yer alan birim kök tablolarında köşeli parantez içerisindeki göstergeler kritik değerleri, üstte kalan değerler ise t istatistiğini göstermektedir.

Tablo 4’de faiz oranının birim kök testi sonuçları yer almaktadır. Başvurulan bütün birim kök testlerinden faiz oranı serisi sabit, sabit ve trendli düzey değerlerinde birim kök içerdiği yani durağan olmadığı ve serinin birinci dereceden durağan olduğu I(1) sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 4: R Birim Kök Testi Sonuçları

	ADF	PP	KPSS	NG-Perron			
				MZa	MZt	MSB	MPT
Düzye	-2.0277	-2.1750	0.9790	-0.7467	-0.5827	0.7803	30.4716
Sabit	[-2.875]	[-2.875]	[0.463]	[-8.100]	[-1.980]	[0.233]	[3.170]
Düzye	-2.0277	-1.2872	0.3409	-1.8798	-0.6517	0.3467	29.8165
Sabit ve Trendli	[-2.875]	[-3.431]	[0.146]	[-17.300]	[-2.910]	[0.168]	[5.480]

Tablo 5’te M2 para arzı değişkeninin birim kök testi sonuçları yer almaktadır. Sonuçlara göre M2 serisi de sabit, sabit ve trendli düzey değerlerinde birim kök içermektedir yani durağan değildir. Ayrıca I(1) olduğu yani serinin birinci farkı alındığında durağanlaştığı sonucu elde edilmiştir.

Tablo 5: M2 Birim Kök Testi Sonuçları

	ADF	PP	KPSS	NG-Perron			
				MZa	MZt	MSB	MPT
Düzy Sabit	-2.3775 [-2.875]	-2.5150 [-2.875]	1.7584 [0.463]	1.2941 [-8.100]	4.4829 [-1.980]	3.4640 [0.233]	811.2890 [3.170]
Düzy Sabit ve Trendli	-1.6259 [-3.431]	-1.5981 [-3.431]	0.4152 [0.146]	-1.2181 [-17.300]	-0.6217 [-2.910]	0.5103 [0.168]	52.7471 [5.480]

Tablo 6’da enflasyon değişkeninin birim kök testi sonuçları yer almaktadır. Yapılan testlerde enflasyon serisinin de birim kök içermediği, yani durağan olmadığı ve I(2) olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 6: ENF Birim Kök Testi Sonuçları

	ADF	PP	KPSS	NG-Perron			
				MZa	MZt	MSB	MPT
Düzy Sabit	1.6348 [-2.876]	-0.8094 [-2.875]	1.8248 [0.463]	1.7577 [-8.100]	5.6239 [-1.980]	3.1995 [0.233]	759.2830 [3.170]
Düzy Sabit ve Trendli	-0.8680 [-3.433]	-3.1080 [-3.431]	0.1739 [0.146]	-3.0637 [-17.300]	-1.2210 [-2.910]	0.3985 [0.168]	29.3346 [5.480]

Tablo 7’ye göre başvuru bütünü birim kök testi tekniklerinde, yurtiçi kredi hacmi serisinin birim kök içerdıği yani durağan olmadığı ve I(2) olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 7: YKH Birim Kök Testi Sonuçları

	ADF	PP	KPSS	NG-Perron			
				MZa	MZt	MSB	MPT
Düzy	-2.0040	-1.7799	1.8008	0.9304	0.9465	1.0172	71.0906
Sabit	[-2.875]	[-2.875]	[0.463]	[-8.100]	[-1.980]	[0.233]	[3.170]
Düzy	-0.7285	-0.6100	0.3317	-3.1149	-1.0070	0.3232	24.0824
Sabit ve Trendli	[-3.431]	[-3.431]	[0.146]	[-17.300]	[-2.910]	[0.168]	[5.480]

Tablo 8’ de Reel efektif döviz kuru değışkeninin birim kök testi sonuçları yer almaktadır. Yapılan bütün analiz tekniklerine göre reel efektif döviz kuru serisi sabit, sabit ve trendli düzey değerlerinde birim kök içermektedir, yani durağan değildir. I(1) olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 8: REDK Birim Kök Testi Sonuçları

	ADF	PP	KPSS	NG-Perron			
				MZa	MZt	MSB	MPT
Düzy	-0.9905	-1.1883	0.5148	-3.5234	-1.1249	0.3192	6.9569
Sabit	[-2.875]	[-2.875]	[0.463]	[-8.100]	[-1.980]	[0.233]	[3.170]
Düzy	-1.4946	-1.5254	0.3862	-3.9442	-1.1827	0.2998	20.5823
Sabit ve Trendli	[-3.432]	[-3.431]	[0.146]	[-17.300]	[-2.910]	[0.168]	[5.480]

Birim kök testi sonuçlarından tüm değışkenlerin birim kök içerdđi görölmektedir. Daha sonra ENF ve YKH değışkenlerinin ikinci farkı, diğer değışkenlerin birinci farkı alınarak durağan hale getirilmiş ve VAR modeline eklenmiştir.

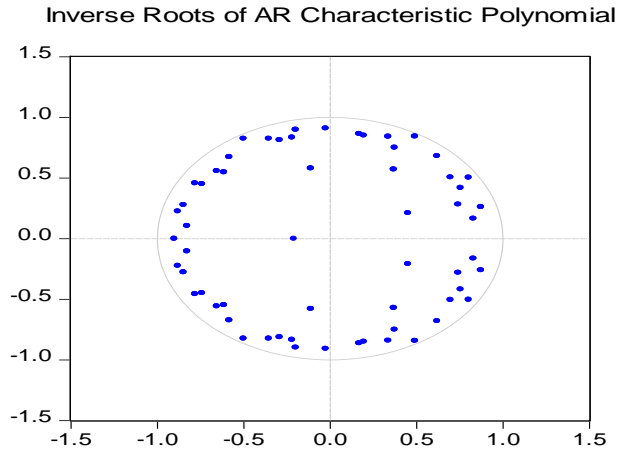
2.2. Var Modeli Sonuçları

VAR analizinde sıralama yurtiçikredihacmi, m2, reeefektifdovizkuru, faizorani, enflasyon şeklinde olmuştur. Ayrıca Tablo 9’ da uygun gecikme sayısı için yapılan testin sonuçları yer almaktadır. Testin sonucunda uygun gecikme sayısı 2 olarak bulunmuştur.

Tablo 9: Model İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Gecikme	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	1936.411	NA	1.40e-15	-20.01463	-19.93010	-19.98040
1	2039.745	200.2425	6.21e-16	-20.82637	-20.31922*	-20.62099
2	2083.225	82.00383	5.13e-16*	-21.01788*	-20.08810	-20.64135*
3	2106.195	42.13169	5.24e-16	-20.99684	-19.64443	-20.44916
4	2129.388	41.33856	5.36e-16	-20.97812	-19.20308	-20.25928
5	2156.698	47.26151*	5.25e-16	-21.00205	-18.80438	-20.11207
6	2170.579	23.30232	5.93e-16	-20.88683	-18.26653	-19.82569
7	2188.776	29.60529	6.41e-16	-20.81633	-17.77340	-19.58404
8	2206.917	28.57577	6.96e-16	-20.74526	-17.27971	-19.34182
9	2220.183	20.20725	7.96e-16	-20.62365	-16.73547	-19.04907
10	2238.895	27.53499	8.65e-16	-20.55850	-16.24769	-18.81276
11	2258.731	28.16134	9.33e-16	-20.50499	-15.77155	-18.58810
12	2274.035	20.93422	1.06e-15	-20.40451	-15.24845	-18.31647

VAR analizi için yapılması gereken önemli şartlardan birisi de VAR modeli durağanlığının test edilmesidir. Şekil-10 ve Tablo 10’da durağanlık testinin sonuçları yer almaktadır.



Şekil-10: VAR Modeli Durağanlık Grafiği

Şekil 10’ da ters köklerin birim çember içerisinde konumlandıkları, dolayısı ile VAR modelinin durağanlık koşulunu sağladığı görülmektedir. Benzer şekilde Tablo 10’da köklerinin tamamının birim çember içerisinde olduğu ve VAR modelinin durağan olduğu görülmektedir.

Tablo 10: VAR Modeli Durağanlık Tablosu

Kök	Birim Çemberdeki Konum
0.491245 + 0.843102i	0.975778
0.491245 - 0.843102i	0.975778
-0.499113 - 0.823565i	0.963002
-0.499113 + 0.823565i	0.963002
0.803939 - 0.504184i	0.948957
0.803939 + 0.504184i	0.948957
0.620681 + 0.681102i	0.921491
0.620681 - 0.681102i	0.921491
-0.197903 + 0.898919i	0.920446
-0.197903 - 0.898919i	0.920446
0.872977 - 0.261506i	0.911303
0.872977 + 0.261506i	0.911303
-0.024775 + 0.908005i	0.908343
-0.024775 - 0.908005i	0.908343
-0.879383 - 0.224494i	0.907586
-0.879383 + 0.224494i	0.907586
0.337033 - 0.841884i	0.906840
0.337033 + 0.841884i	0.906840
-0.779617 + 0.456597i	0.903484
-0.779617 - 0.456597i	0.903484
-0.900070	0.900070
-0.353728 - 0.823771i	0.896505
-0.353728 + 0.823771i	0.896505
-0.846764 + 0.276558i	0.890783
-0.846764 - 0.276558i	0.890783
-0.582451 - 0.673305i	0.890275
-0.582451 + 0.673305i	0.890275
0.168451 - 0.863166i	0.879449
0.168451 + 0.863166i	0.879449
0.196129 + 0.849942i	0.872278
0.196129 - 0.849942i	0.872278
-0.740801 + 0.449820i	0.866675
-0.740801 - 0.449820i	0.866675
0.755923 - 0.419575i	0.864559
0.755923 + 0.419575i	0.864559
-0.290954 - 0.812594i	0.863113
-0.290954 + 0.812594i	0.863113
-0.218639 - 0.833902i	0.862088
-0.218639 + 0.833902i	0.862088
0.698624 - 0.505054i	0.862064
0.698624 + 0.505054i	0.862064
-0.653552 - 0.557248i	0.858869
-0.653552 + 0.557248i	0.858869
0.829729 + 0.163900i	0.845762
0.829729 - 0.163900i	0.845762
0.374665 - 0.750929i	0.839207
0.374665 + 0.750929i	0.839207

-0.827239 - 0.104866i	0.833859
-0.827239 + 0.104866i	0.833859
-0.613433 - 0.547251i	0.822061
-0.613433 + 0.547251i	0.822061
0.742175 + 0.281409i	0.793735
0.742175 - 0.281409i	0.793735
0.368636 + 0.571234i	0.679853
0.368636 - 0.571234i	0.679853
-0.110561 + 0.579818i	0.590264
-0.110561 - 0.579818i	0.590264
0.452761 - 0.210031i	0.499105
0.452761 + 0.210031i	0.499105
-0.208215	0.208215

VAR modelinin yapısal bir sorun içerip içermediğini analiz etmek için Otokorelasyon-LM ve White Değişken Varyans testleri uygulanmıştır. Tablo 11 Otokorelasyon testi sonuçlarını göstermektedir.

Tablo 11: Otokorelasyon LM Testi

Gecikme	LM-İstatistiği	Olasılık
1	26.28583	0.3928
2	35.80246	0.0748
3	27.92692	0.3115
4	29.15701	0.2577
5	16.10263	0.9118
6	18.61734	0.8153
7	27.25977	0.3433
8	20.31536	0.7303
9	22.94844	0.5809
10	27.84499	0.3153
11	32.44747	0.1457
12	23.93880	0.5232

Tablo 11'den elde edilen sonuçlar, modelde 12 gecikme düzeyinde otokorelasyon olmadığını göstermektedir. Tablo 12'de ise White Değişken Varyans Testi sonucunda değişken varyans sorununun olmadığını yani hata terimlerinin varyansının tüm gözlemler için aynı olduğunu göstermektedir.

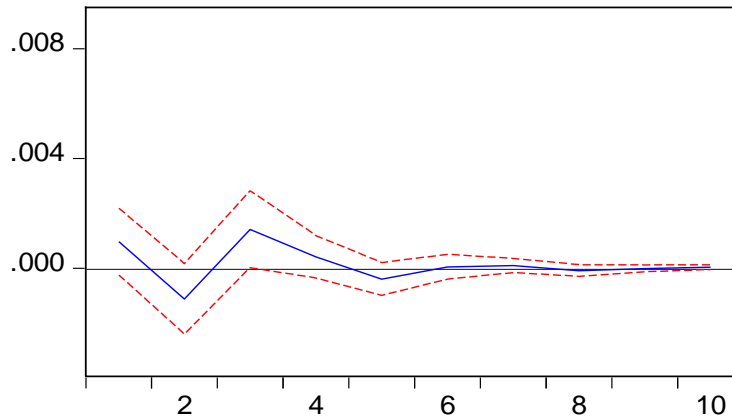
Tablo 12: White Değişen Varyans Testi

Ki-Kare	df	Olasılık
1729.789	1800	0.8799

2.3. Etki-Tepki Analizi Sonuçları

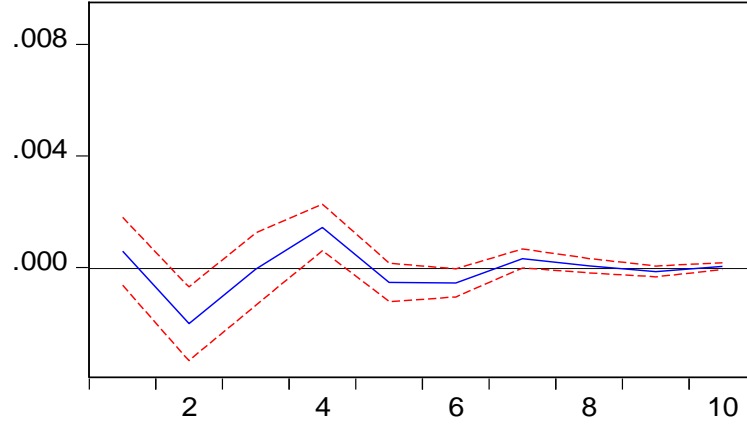
Etki-Tepki fonksiyonlarının gösterildiği grafikteki dikey eksen, ilgili değişkene bir standart sapmalı şoka karşı diğer değişkenlerin verdiği tepkinin yönü ve derecesini göstermektedir. Yatay eksen ise şokun verilmesinden sonra geçen süreyi temsil etmektedir. Ayrıca altta ve üstteki kesikli çizgiler, değişkenlerin tepkisi için ± 2 standart hatalık güven aralığını, kesikli çizgilerin arasında kalan çizgiler ise nokta tahminleri temsil etmektedir. Kesikli çizgilerin belirli süreye kadar aynı anda negatif veya pozitif alanda yer alması tepkinin istatistiki olarak anlamlı olduğunu ifade etmektedir. Bunun aksine kesikli çizgilerin biri pozitif diğeri negatif alanda ise bu durum sonuçların istatistiki olarak anlamlı olmadığını ifade etmektedir.

Şekil-11'deki etki-tepki grafiği, faiz oranına verilen bir birimlik şoka karşılık enflasyon oranının tepkisini göstermektedir. Grafiğe göre faiz oranına bir birimlik şok verildiğinde enflasyon ilk dönem artış göstermiş, ardından artış ve azalışlarla orta ve uzun dönemde dengeye ulaşmıştır. Buradan da anlaşılacağı gibi faiz oranlarının enflasyon üzerindeki etkisi ilk dönemlerde yani kısa dönemde oldukça hızlı ve etkili iken bu etki orta ve uzun dönemde ortadan kaybolmuştur.



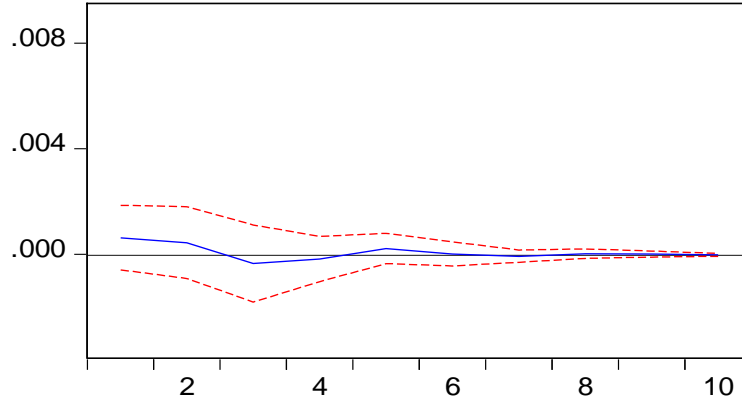
Şekil-11: Faiz Şokuna Enflasyonun Tepkisi

Şekil-12’de döviz kurunda meydana gelen ani şoka karşılık enflasyonun tepkisi gösterilmektedir. Döviz kurunda meydana gelen artış ilk olarak oldukça az derecede enflasyonu artırmış, ardından gerçekleşen azalış ve artışlarla bu etki ortadan kalkmıştır. Bu sonuca göre her ne kadar ilk etapta anlamlı ve beklenen bir ilişki ortaya çıksa da döviz kurlarının enflasyon üzerinde çok az bir etkiye sahip olduğu anlaşılmaktadır.



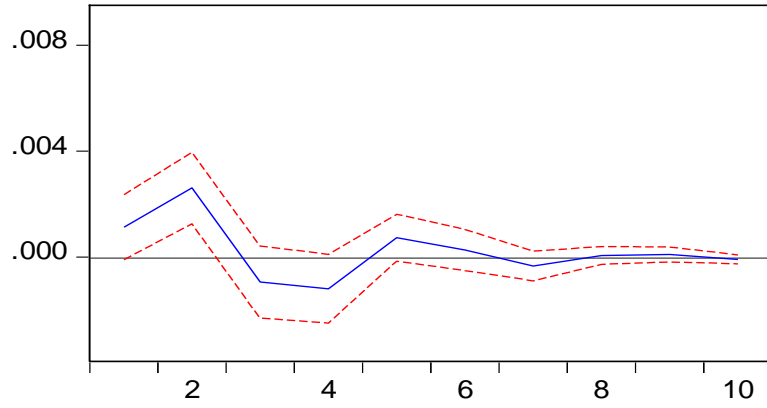
Şekil-12: Döviz Kuru Şokuna Enflasyonun Tepkisi

Şekil-13’de para arzına verilen şoka karşılık enflasyonun tepkisi gösterilmektedir. Enflasyonun kısa dönemde anlamlı tepkiler vermiş olmasına rağmen orta ve uzun dönemde bu etkinin ortadan kalktığı görülmektedir.



Şekil-13: Para Arzı Şokuna Enflasyonun Tepkisi

Şekil-14’de kredi hacmine verilen şoka karşılık enflasyonun tepkisi gösterilmektedir. Kredi hacminde bir artış karşısında enflasyonun ilk dönemler artış yönünde bir etki gösterdiği görülmektedir. Ancak bu etki orta ve uzun dönemde ortadan kalkmaktadır.



Şekil-14: Kredi Hacmi Şokuna Enflasyonun Tepkisi

2.4. Varyans Ayrıştırması Sonuçları

Çalışmanın bu bölümünde modelde yer alan değişkenlerde meydana gelecek değişimin hangi oranda kendisinden ve diğer değişkenlerden kaynaklandığını gösteren varyans ayrıştırması sonuçları incelenmiştir.

Kredi hacminin varyans ayrıştırması sonuçlarını gösteren Tablo 13 incelendiğinde, kredi hacmindeki değişimin en çok kendisi tarafından açıklandığı görülmektedir. Ayrıca kredi hacmi değişkeni üzerinde kısa dönemde hiçbir değişken etkili değilken uzun dönemde en büyük etkiye sırasıyla reel efektif döviz kuru ve faiz oranının sahip olduğu görülmektedir.

Tablo 13: Kredi Hacmine İlişkin Varyans Ayrıştırması Sonuçları

Dönem	Yurtiçi Kredi Hacmi	Para Arzı	Reel Efektif Döviz Kuru	Faiz Oranı	Enflasyon
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	94.55066	0.319661	4.395751	0.664367	0.069565
3	91.31170	0.313843	6.429802	1.612779	0.331880
4	90.66651	0.332436	6.925807	1.614510	0.460735
5	90.35998	0.331813	7.067182	1.649465	0.591564
6	90.18785	0.332393	7.114697	1.652440	0.712620
7	90.18255	0.332526	7.113040	1.655728	0.716158
8	90.15601	0.332433	7.113652	1.655292	0.742613
9	90.15020	0.332549	7.115744	1.656499	0.745010
10	90.14851	0.332583	7.115583	1.656762	0.746566

Para arzının varyans ayrıştırması sonuçlarını gösteren Tablo 14 incelendiğinde, para arzındaki değişmelerin yine en çok para arzının kendisi tarafından açıklandığı görülmektedir. Ayrıca para arzı üzerinde kısa dönemde sadece yurtiçi kredi hacmi etkili iken, uzun dönemde en büyük etkiye yine yurtiçi kredi hacmi sahiptir.

Tablo 14: Para Arzına İlişkin Varyans Ayrıştırması Sonuçları

Dönem	Yurtiçi Kredi Hacmi	Para Arzı	Reel Efektif Döviz Kuru	Faiz Oranı	Enflasyon
1	2.333962	97.66604	0.000000	0.000000	0.000000
2	2.340024	97.17206	0.005549	0.066596	0.415771
3	2.429138	95.44072	1.038561	0.089064	1.002521
4	2.474582	95.33327	1.081822	0.104949	1.005381
5	2.475781	95.20849	1.099861	0.106867	1.109000
6	2.476127	95.20087	1.099835	0.106915	1.116255
7	2.476037	95.19239	1.099793	0.109071	1.122704
8	2.477085	95.18711	1.100633	0.109098	1.126076
9	2.477573	95.18620	1.100894	0.109273	1.126065
10	2.477662	95.18528	1.101128	0.109272	1.126659

Tablo 15’de reel efektif döviz kurunun varyans ayrıştırması sonuçları gösterilmektedir. Sonuçlara göre reel efektif döviz kurundaki değişme en çok kendisi tarafından açıklanmaktadır. Ayrıca reel efektif döviz kuru üzerinde hem kısa dönem hem de uzun dönemde en büyük etkiye yurtiçi kredi hacmi sahiptir.

Tablo 15: Reel Efektif Döviz Kuruna İlişkin Varyans Ayrıştırması Sonuçları

Dönem	Yurtiçi Kredi Hacmi	Para Arzı	Reel Efektif Döviz Kuru	Faiz Oranı	Enflasyon
1	30.82819	0.685662	68.48615	0.000000	0.000000
2	32.73569	0.669810	65.36852	1.037677	0.188303
3	32.63377	0.734707	65.08425	1.238296	0.308977
4	32.48730	0.740582	64.89890	1.346861	0.526361
5	32.43537	0.740819	64.80511	1.353664	0.665032
6	32.41322	0.740544	64.79559	1.354492	0.696147
7	32.40506	0.740416	64.77898	1.355154	0.720394
8	32.40666	0.740483	64.77595	1.356536	0.720374
9	32.40586	0.740499	64.77429	1.356660	0.722685
10	32.40591	0.740514	64.77341	1.356802	0.723368

Tablo 16’da faiz oranı değişkeninin varyans ayrıştırması sonuçları gösterilmektedir. Sonuçlara göre faiz oranındaki değişme kısa dönemde kendisi dışında en çok reel efektif döviz kurundan, uzun dönemde ise kendisi dışında en çok yurtiçi kredi hacmi ve reel efektif döviz kurundan kaynaklanmaktadır.

Tablo 16: Faiz Oranına İlişkin Varyans Ayrıştırması Sonuçları

Dönem	Yurtiçi Kredi Hacmi	Para Arzı	Reel Efektif Döviz Kuru	Faiz Oranı	Enflasyon
1	0.359502	0.016501	1.165475	98.45852	0.000000
2	3.587373	0.050195	1.989092	94.32018	0.053157
3	3.335708	0.105790	4.853174	87.26014	4.445188
4	3.332486	0.106343	4.834127	87.14913	4.577909
5	3.411247	0.111369	4.822579	86.88670	4.768105
6	3.422183	0.111730	4.864142	86.68488	4.917068
7	3.439515	0.113282	4.872394	86.65988	4.914930
8	3.439541	0.113249	4.877031	86.63294	4.937238
9	3.443053	0.113460	4.881315	86.61858	4.943595
10	3.443080	0.113485	4.881392	86.61756	4.944487

Tablo 17 enflasyon oranının varyans ayrıştırması sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlara göre enflasyon üzerinde kısa dönemde yurtiçi kredi hacmi ve faiz oranı hemen hemen aynı derecede etkiye sahipken, uzun dönemde kredi hacmi faiz oranına kıyasla daha fazla etkiye sahiptir. Buna ilaveten, reel efektif döviz kurunun kısa dönemde enflasyon üzerindeki etkisi çok az iken uzun dönemde etkisi bir hayli artmaktadır. Özetle uzun dönemde enflasyon üzerindeki etkiye sahip değişkenler sırasıyla yurtiçi kredi hacmi, reel efektif döviz kuru, faiz oranı ve para arzıdır. Bu sonuca göre 2010 yılından itibaren uygulanan, yeni politika araçları kullanılarak döviz kuru, kredi hacmi gibi kanallarla piyasaya müdahale edilen esnek enflasyon hedeflemesi politikasının doğru bir uygulama olduğu söylenebilmektedir.

Tablo 17: Enflasyon Orana İlişkin Varyans Ayrıştırması Sonuçları

Dönem	Yurtiçi Kredi Hacmi	Para Arzı	Reel Efektif Döviz Kuru	Faiz Oranı	Enflasyon
1	1.660617	0.514810	0.445668	1.227748	96.15116
2	8.356818	0.612951	4.503348	2.251745	84.27514
3	8.512218	0.676757	4.142350	3.991685	82.67699
4	9.162318	0.655499	5.661114	3.862007	80.65906
5	9.546819	0.692050	5.857799	3.958309	79.94502
6	9.514314	0.685348	6.057050	3.922189	79.82110
7	9.573866	0.687021	6.125185	3.916502	79.69743
8	9.573607	0.687428	6.125990	3.920509	79.69247
9	9.574322	0.686985	6.137844	3.917287	79.68356
10	9.579241	0.687232	6.139238	3.918360	79.67593

SONUÇ

2000 yılında IMF ile yapılan görüşmeler sonucunda, Türkiye’de enflasyon oranını indirmek için gerekli olan makroekonomik reformların yapılmasını amaçlayan istikrar programı uygulamaya konulmuştur. Ancak bu uygulama, yapısal düzenlemelerin eksikliğinden dolayı başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Bu başarısız deneme ve bankacılık sektörünün güçsüzlüğü sonucunda 2001 krizi meydana gelmiştir. Bu krizin ardından kurlar dalgalanmaya bırakılmış, TCMB tarafından enflasyon hedeflemesine geçileceği duyurulmuştur. Ayrıca TCMB kanununda düzenlemeler yapılmış ve bu düzenlemelerle TCMB amacının sadece fiyat istikrarı olduğu, enflasyon hedefinin ve faiz politikasının belirlenmesinde tam bağımsızlığının sağlandığı belirtilmiştir. Böylece 2002 yılında örtük enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmiştir. Ekonomik konjonktürün uygun olmaması ve finansal altyapının yetersizliği gibi sebeplerden dolayı 2002-2005 yılları açık enflasyon hedeflemesine geçiş için hazırlık süreci olarak değerlendirilmiştir. Bu yıllarda mali baskınlığın azaltılması, merkez bankası bağımsızlığının artırılması ve finansal sistemin biçimlendirilmesi ile ilgili önemli adımlar atılmıştır. Ayrıca enflasyon oranında yaşanan hızlı düşüşün enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı olacağı beklentilerini güçlendirmesi ve politikalara karşı güvenin artırması gibi olumlu gelişmeler yaşanmış ve tüm bunların sonucunda 2005 yılında resmen enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. Ancak 2006 yılında enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artışın ve 2008 yılında finansal piyasalardaki istikrarsızlığın sonucunda 2008 yılında enflasyon oranı hedeflenenin üzerinde gerçekleşmiştir. Enflasyon oranının, hedeflenenin üzerinde gerçekleşmesi ise merkez bankası politikasına olan güvenin yeniden sarsılmasına neden olmuştur.

2008 küresel krizinden önce merkez bankaları tek hedef olarak fiyat istikrarını gözetmekteydi. Ancak bu kriz sonucunda klasik enflasyon hedeflemesinin yetersiz kaldığını gören merkez bankaları yeni stratejiler aramaya başlamışlardır. Ardından para politikasının finansal istikrarı da gözetmesinin önemine ilişkin konunun gündeme gelmesi ile pek çok merkez bankası para politikasını bu çerçevede şekillendirmiştir.

Krizin ardından TCMB de finansal istikrarı sağlama ve sürdürme sorumluluğunu üstlenerek esnek enflasyon hedeflemesine geçiş yapmıştır. Bu dönem, fiyat istikrarının sağlanmasını amaçlayan diğer merkez bankaları gibi TCMB’nin de elinde politika aracı

olarak sadece kısa vadeli faiz oranları bulunmaktaydı. Ancak daha sonra yeni politika uygulaması için kısa vadeli faizlerin yeterli olmadığını anlayan Merkez Bankası faiz koridoru, zorunlu karşılık oranları gibi çeşitli politika araçlarını da koordineli şekilde kullanmaya başlamıştır. TCMB'nin yeni politika çerçevesi özellikle kredi ve sermaye akımlarındaki şoklara karşı ekonominin dayanıklılığını arttıracak şekilde tasarlanmıştır.

TCMB'nin yürüttüğü politikalara ek olarak bankacılık sisteminin sağlaştırılmasına ve mali disiplinin sağlanmasına yönelik adımların atılması esnek enflasyon hedeflemesinin başarıya ulaşmasına zemin hazırlamıştır. Politika araçları olan faiz koridoru ve ROM, sermaye hareketlerine esnek ve hızlı müdahale edilmesini, ayrıca kur oynaklığının azaltılmasını sağlamıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde 2002:1-2019:3 tarihlerini kapsayan enflasyon hedeflemesi sürecinde enflasyon oranını etkilediği düşünülen faiz oranı, reel efektif döviz kuru, para arzı, yurtiçi kredi hacmi değişkenleri ile enflasyon arasında ilişki VAR modeli ile incelenmiştir. Etki-tepki fonksiyonlarından elde edilen sonuçlar aşağıdaki gibidir:

- Faiz oranındaki şokun enflasyon üzerindeki etkisi kısa dönemde oldukça hızlı iken, orta ve uzun dönemde dalgalanarak ortadan kaybolmuştur.
- Döviz kurunun enflasyon üzerindeki etkisi ilk dönemde çok az olmuş, ardından azalış ve artışlarla bu etki ortadan kalkmıştır. Bu sonuca göre döviz kuru enflasyon üzerinde çok az etkiye sahiptir.
- Para arzına ortaya çıkan şoka karşı enflasyon kısa dönemde anlamlı tepkiler vermekte, ardından orta ve uzun dönemde bu etki ortadan kalkmaktadır.
- Kredi hacmindeki artış karşısında enflasyon oranı ilk olarak artış yönünde tepki göstermekte, ancak bu etki uzun dönemde ortadan kalkmaktadır.

Enflasyon oranına ilişki varyans ayrıştırması sonuçlarına göre enflasyon üzerinde birinci dönemde yurtiçi kredi hacmi ve faiz oranı hemen hemen aynı etkiye sahipken, orta ve uzun dönemde enflasyonu en çok sırasıyla yurtiçi kredi hacmi ve reel efektif döviz kuru etkilemektedir. Para arzı değişkeninin enflasyon üzerindeki etkisi hem kısa dönemde hem de uzun dönemde önemsizmeyecek kadar azdır. Ayrıca enflasyon oranındaki değişimlerin kendisi tarafından açıklanma oranı kısa dönemde % 96 iken, uzun dönemde azalarak % 79 olmuştur. Özetle uzun dönemde enflasyon üzerindeki etkiye sahip

değişkenler sırasıyla yurtiçi kredi hacmi, reel efektif döviz kuru, faiz oranı ve para arzıdır. Bu sonuca göre 2010 yılından itibaren uygulanan, yeni politika araçları kullanılarak döviz kuru, kredi hacmi gibi kanallarla piyasaya müdahale edilen esnek enflasyon hedeflemesi politikasının doğru bir uygulama olduğu söylenebilmektedir. Nitekim son dönemlerde kredi hacminde aşırı artış meydana geldiği ve buna karşılık olarak TCMB'nin zorunlu karşılık oranlarını, likidite politikalarını ve rezerv opsiyon mekanizmasını aktif şekilde kullandığı gözlemlenmiştir.

KAYNAKÇA

- AKÇAY Memduh Aslan, Para Politikası Araçları: Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar, *Uzmanlık Tezi*, Ankara, Ekim, 1997.
- AKKAYA Yıldız, Refet S. GÜRKAYNAK, “Cari Açık, Bütçe Dengesi, Finansal İstikrar Ve Para Politikası: Heyecanlı Bir Dönemin İzi”, *İktisat İşletme ve Finans*, C. 27, S. 315, 2012, ss. 93-119.
- AKTAŞ Zelal vd., “Türkiye’de Para Politikasının Aktarımı: Para Politikasının Mali Piyasalara Etkisi”, *Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği*, 2008.
- AKYAZI Haydar, Aykut EKİNCİ, “Türkiye’de 2000 Sonrası Uygulanan Para Politikası Stratejilerinin Makroekonomik Performanslarının Değerlendirilmesi”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, C. 23, S. 1, 2009.
- ALLEN William A., Geoffrey WOOD, “Defining And Achieving Financial Stability”, *Journal of Financial Stability*, C. 2, S. 2, 2006, ss. 152-72.
- ALPER Koray, Tolga TIRYAKI, “Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri”, *Ekonomi Notları*, S. 2011-8 (Nisan), 2011.
- ARTEKİN Ayşe Özge, Haldun SOYDAL, “2001-2015 Döneminde Uygulanan Para Politikalarının Kırılgan Beşli Ülkeleri Üzerindeki Etkileri”, *Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, C. 33, S. 17, 2017.
- AYSAN Ahmet Faruk, Salih FENDOĞLU, Mustafa KILINC, “Managing Short-Term Capital Flows In New Central Banking: Unconventional Monetary Policy Framework In Turkey”, *TCMB Working Paper 14/03*, 2014, doi:10.1007/s40822-014-0001-6.
- BAGEHOT Walter, *Lombard Street: A Description of the Money Market*, CreateSpace Independent Publishing Platform, London, 1873.
- BAKIR Caner, *Merkezdeki banka: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve Uluslararası Bir Karşılaştırma*, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2007.
- BARIŞIK Salih, Ferdi KESİKOĞLU, “Türkiye’de Bütçe Açıklarının Temel Makro Ekonomik Değişkenler Üzerine Etkisi (1987-2003 VAR, Etki-Tepki Analizi, Varyans Ayrıştırması)”, *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, C. 61, S. 4, 2006, ss. 60-82, doi:10.16987/AUSBF.28484.
- BERNANKE Ben, “Financil Fregility and Economic Performance.pdf”, *The Quarterly Journal of Economics*, C. 105, S. 1, 1990, ss. 87-114.
- BERNANKE Ben, Mark GERTLER, Simon GILCHRIST, “The Financial Accelerator and the Flight to Quality”, *The Review of Economics and Statistics*, C. 78, S. 1, 1996, ss. 1-15.

- BERNANKE Ben, Frederic S. MISHKIN, “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?”, *The Journal of Economic Perspectives*, C. 11, S. 2, 1997, ss. 97-116.
- BHUNDIA Ashok, Mark R. STONE, “A New Taxonomy of Monetary Regimes”, *IMF Working Papers*, C. 04, S. 191, 2004, s. 1, doi:10.5089/9781451859744.001.
- BIANCHI Javier, Vincenzo QUADRINI, “Overborrowing, Financial Crises and ‘Macroprudential’ Policy?”, *IMF Working Paper 11/24*, S. October, 2014.
- BINICI Mahir vd., “Faiz Koridoru Bir Makroihtiyati Araç Olabilir Mi?”, *TCMB Ekonomi Notları*, S. 2013-20, 2013, ss. 1-16.
- BİRİNCİ Mahir, Hakan KARA, Pınar ÖZLÜ, “Faiz Koridoru ve Banka Faizleri: Parasal Aktarım Mekanizmasına Dair Bazı Bulgular”, *TCMB Çalışma Tebliği 16/08*, Mart, 2016, doi:10.13140/RG.2.1.2556.5842.
- BIS, “Issues in the Governance of Central Banks”, *A Report From The Central Bank Governance Group*, Mayıs 2009.
- BLINDER A, “General Discussion: Monetary Policy and Asset Price Volatility”, *Fed of Kansas City Economic Review*, C. 4, 1999, ss. 139-40.
- BOCUTOĞLU Ersan, Aykut EKİNCİ, “Genel Teori , Küresel Krizler ve Yeniden Maliye Politikası”, *Maliye Dergisi*, C. 2, S. 156, 2009, ss. 66-82.
- BORDO Michael D., Michael J. DUEKER, David C. WHEELLOCK, “Aggregate Price Shocks and Financial Instability: An Historical Analysis”, *Economic Inquiry*, C. 40, 2002, doi:10.1093/ei/40.4.521.
- BORIO C, C FURFINE, P LOWE, “Procyclicality Of The Financial System And Financial Stability: Issues And Policy Options”, *BIS Working Paper*, C. 19, 2001.
- BORIO Claudio, “Central Banking Post-Crisis: What Compass For Uncharted Waters?”, *BIS Working Papers*, 2011.
- BORIO Claudio, Mathias DREHMANN, “Towards an Operational Framework for Financial Stability: ‘Fuzzy’ Measurement and Its Consequences”, *BIS*, C. 4, 2009.
- CALVO Guillermo, Carmen REINHART, “Fear Of Floating”, *National Bureau of Economic Research*, 2000, doi:10.1111/ecot.12112.
- CARARE Alena, Andrea SCHAECHTER, Mark ZELMER, “Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting”, *IMF Working Paper*, C. 2, 2002.
- ÇETİN Müzeyyen Özlem, “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Para Politikası Uygulamalarının Gelişimi”, *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, C. 8, S. 14, 2016, s. 67.
- ÇEVİK Filiz, “Sermaye Akımı Oynaklığı ve Kredi Büyümesinde Yeni Para Politikasının Önemi”, *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, C. 15, S. 57, 2016, ss. 710-718.
- CÖMERT Hasan, Okan TÜREL, “Finansal Küreselleşme Sürecinde Türkiye ’ de Para Politikalarının Evrimi: 1980-2014”, *Middle East Technical University*, Ankara, 2016.

- ÇONDUR Funda, Mehmet BÖLÜKBAŞ, “TCMB’nin Finansal İstikrar Araçları Ve Çıkış Stratejisi Olarak Uygulamaları”, *Gümüşane Üniversitesi Sosyal Bilimler Elektronik Dergisi*, S. 7, 2013, ss. 176-93.
- CROCKETT Andrew, “Why Is Financial Stability a Goal of Public Policy?”, *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*, 1997.
- DARICI Burak, “Finansal İstikrar ve Finansal İstikrara Yönelik Kamusal Sorumluluk Çerçevesinde Para Politikası : Türkiye Analizi”, 2012.
- DEBELLE Guy, “Inflation Targeting in Practice”, *International Monetary Fund Working Paper*, C. 97, S. 35, 1997.
- DEBELLE Guy, Stanley FISCHER, “How Independent Should a Central Bank Be?”, *Conference Series*, C. 38, 1994.
- DEMIRHAN Banu, Erdal DEMIRHAN, “Para Politikasında Şeffaflık Uygulamaları: Çeşitli Ülke ve Türkiye Deneyimleri”, *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, C. 3, S. 5, 2011, ss. 42-61.
- DEVLET PLANLAMA TEŞKILATI, “Orta Vadeli Program 2008-2010”, 2008.
- DICKEY David A., Wayne A. FULLER, “Likelihood Ratio Statistics For Autoregressive Time Series With a Unit Root”, *Econometrica*, C. 49, S. 4, The Econometric Society, 1981, ss. 1057-72, doi:10.2307/1912517.
- DOĞAN Seyhun, Çiğdem TUNALI, “Küreselleşme Sürecinde Finansal İstikrar-Para Politikası İlişkisi: Türkiye İçin Bir Değerlendirme”, *İktisat Fakültesi Mecmuası*, C. 61, S. 2, 2011, ss. 51-81.
- DRIFFILL John vd., “Monetary policy and financial stability: What role for the futures market?”, *Journal of Financial Stability*, C. 2, S. 1, 2006, ss. 95-112.
- DURAMAZ Selim, İlkay DILBER, “Küresel Kriz Sürecinde Para Politikasında Yeni Bir Araç Olarak Faiz Koridoru na Genel Bir Bakış”, *Maliye Araştırmaları Dergisi*, C. 1, S. 1, 2015, ss. 29-38.
- EĞİLMEZ Mahfi, “Kur Rejimleri ve Türkiye Uygulaması”, *Kendime Yazılar*, Ekim, 2012.
- EIJFFINGER S. C W, Petra M. GERAATS, “How Transparent are Central Banks?”, *European Journal of Political Economy*, C. 22, S. 1, 2006, ss. 1-21.
- ENDERS Walter, *Applied Econometric Time Series*, John Wiley & Sons, 2.E, Auburn, Alabama, 2004.
- ERGIN Ayşe, Halil İbrahim AYDIN, “Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Bir Araç: Rezerv Opsiyon Mekanizması”, *Batman Üniversitesi Yaşam Bilimleri Dergisi*, C. 7, S. 1, 2017, ss. 63-75.
- ERMIŞOĞLU Ergun, Arif ODUNCU, Yasin AKÇELİK, “Merkez Bankasının Yeni Enstrümanı Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Kur Oynaklığı”, *Bankacılar Dergisi*, S. 86, 2013, ss. 43-51.

- FELDSTEIN Martin, *The Costs and Benefits of Going from Low Inflation to Price Stability*, NBER Book Series, 1997.
- FERGUSON Roger W., “Should financial stability be an explicit central bank objective”, *Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems*, 2002, ss. 60-66.
- FISCHER Stanley, “Central Banking The Challenges Ahead”, *The Institute of Economic Affairs*, S. 89, 1996.
- FRAGA Arminio, Ilan GOLDFAJN, Andre MINELLA, “Inflation Targeting in Emerging Market Economies”, *NBER Working Paper Series*, 2003, <http://www.nber.org/papers/w10019.pdf>.
- FREEDMAN C., D. LAXTON, “Inflation Targeting Pillars: Transparency and Accountability”, *IMF Working Papers*, S. January 2009, 2009.
- GARRY Schinasi, “Responsibility of Central Bank for Stability in Financial Market”, *IMF Working Papers*, 2003.
- GERAATS Petra M, “Central Bank Transparency”, *The Economic Journal*, C. 112, 2002, ss. 532-565.
- GERTLER Mark, Peter KARADI, “A Model of Unconventional Monetary Policy”, *Journal of Monetary Economics*, C. 58, S. 1, 2011, ss. 17-34, doi:10.1016/j.jmoneco.2010.10.004.
- GILCHRIST Simon, Egon ZAKRAJŠEK, “Monetary Policy and Credit Supply Shocks”, *IMF Economic Review*, C. 59, S. 2, 2011, ss. 195-232, doi:10.1057/imfer.2011.9.
- GNAN Ernest, Jesus Crespo CUARESMA, “Four Monetary Policy Strategies in Comparison : How to Deal with Financial Instability?”, *Monetary Policy & The Economy*, 2008, ss. 65-102.
- GREENSPAN A, “Opening Remarks: Achieving Price Stability”, *Opening Remarks on the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium*, 1996.
- GUJARATI Damodar N., "*Basic Econometrics*", McGraw-Hill Education, New York, 2004.
- GÜNDOĞAN Halil, “Fiyat İstikrarından Finansal İstikrara Enflasyon Hedeflemesi”, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, C. 51, S. 598, 2014, ss. 55-76.
- GUPTA Poonam, Deepak MISHRA, Ratna SAHAY, “Output Response to Currency Crises”, *IMF Working Papers*, C. 03, 2003.
- HALDANE Andrew G, Glenn HOGGARTH, Victoria SAPORTA, “Assessing Financial System Stability , Efficiency And Structure At The Bank Of England”, *Marrying The Macroand Microprudential Dimensions Of Financial Stability*, Basel, 2001.
- HERRERO Alicia Garcia, Pedro DEL RIO, “Financial Markets in Central and Eastern Europe”, *Communications*, Routledge, 2003, doi:10.4324/9780203481684.
- HOUBEN Aerd, Jan KAKES, Garry SCHINASI, “Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability”, *IMF Working Paper, No. 04/101*, 2004.

- ISSING Otmar, "Central Bank Independence and Monetary Stability", *The Institute of Economic Affairs*, S. 89, 1993.
- "Lessons for Monetary Policy: What Should the Consensus Be?", *IMF Working Papers*, C. 11, S. 97, 2011, doi:10.5089/9781455254286.001.
- KARA A.Hakan, "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası", *İktisat İşletme ve Finans*, C. 27, S. 315, 2012.
- KAYA Veysel, "Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Genel Bir Bakış: 2002-2011 Türkiye Deneyimi", *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, S. 33, 2012, ss. 129-138.
- KEPENEK Yakup, Nurhan YENTÜRK, "*Türkiye Ekonomisi*" *Remzi Kitabevi*, İstanbul: 2010.
- KHAN Mohsin S., "Current Issues in the Design and Conduct of Monetary Policy", *IMF Working Paper*, C. 3, Washington DC: 2003.
- KIREYEV Alexei, "Liberalization of Trade in Financial Services and Financial Sector Stability-Analytical Approach", *IMF Working Paper*, 2002.
- KLOMP Jeroen, Jakob DE HAAN, "Central Bank Independence and Financial Instability", *Journal of Financial Stability*, C. 5, S. 4, 2009, ss. 321-38.
- KORAY Alper, Hakan KARA, Mehmet YÜRÜKOĞLU, "Sermaye Akımlarının Etkilerini Yumuşatmaya Yönelik Yeni Bir Para Politikası Aracı: Rezerv Opsiyonu Mekanizması", *İktisat ve Toplum dergisi*, C. 25, 2012, ss. 9-19.
- KÜÇÜKSARAÇ Doruk, Özgür ÖZEL, "Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması", *TCMB Çalışma Tebliği 12/34*, 2012.
- KUMAR V., Robert P. LEONE, John N. GASKINS, "Aggregate and Disaggregate Sector Forecasting Using Consumer Confidence Measures", *International Journal of Forecasting*, C. 11, S. 3, 1995, ss. 361-77.
- KWIATKOWSKI Denis vd., "Testing The Null Hypothesis Of Stationarity Against The Alternative Of A Unit Root", *Journal of Econometrics*, C. 54, S. 3, 1992, ss. 159-78, doi:10.1016/0304-4076(92)90104-y.
- LACKER Jeffrey M., "What Lessons Can We Learn From The Boom And Turmoil?", *Cato Journal*, C. 29, S. 1, 2009, ss. 53-63.
- LARGE A, "Financial Stability: Maintaining Confidence in a Complex World", *Financial Stability Review*, S. November, 2003, ss. 170-74.
- LEIDERMAN Leonardo, Rodolfo MAINO, Eric PARRADO, "Inflation Targeting in Dollarized Economies", *IMF Working Paper*, 2006.
- LÜTFÜ ŞİMŞEK, "TCMB 'nin Finansal İstikrarla İmtahani", *Tekirdağ S.M.M.M Odası Sosyal Bilimler Dergisi*, S. 1, Tekirdağ, Eylül, 2012, ss. 2-3.
- LÜTKEPOHL Helmut, *Introduction to Multiple Time Series Analysis*, 2. b. , Springer-Verlag Berlin Heidelberg, Berlin, 1993.

- MASSON Paul R., Savastano MIGUEL, Sunil SHARMA, “The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries”, *International Monetary Fund*, 1997.
- MCCULLEY Paul, Ramin TOLOUI, “Chasing the neutral rate down: Financial conditions, monetary policy, and the Taylor rule”, *Global Central Bank Focus*, 2008.
- MIRON Jeffrey, “Financial Panics, the Seasonality of the Nominal Interest Rate, and the Founding of the FED”, *The American Economic Review*, C. 76, S. 1, 1986, ss. 125-40.
- MISHKIN F vd., “Inflation Targeting: Lessons From the International Experience”, Princeton: 1999.
- MISHKIN Frederic, “Inflation Targeting in Emerging Countries”, *NBER Working Paper Series*, C. 7618, 2000, <http://www.nber.org/papers/w7618>.
- MISHKIN Frederic S., *Para politikası ve teorisi*, Bilim Teknik Yayınevi, 2000.
- MISHKIN Frederic S, Adam S POSEN, “Inflation Targeting: Lesson From Four Countries”, *Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review*, C. 3, S. 3, Cambridge, MA: 1997, doi:10.3386/w6126.
- MISHKIN Frederic, “Global Financial Instability”, *Journal of Economic Perspectives*, C. 13, S. 4, 1999, ss. 3-20.
- NG Serena, Pierre PERRON, “LAG Length Selection and the Construction of Unit Root Tests with Good Size and Power”, *Econometrica*, C. 69, S. 6, John Wiley & Sons, Ltd, 2001, ss. 1519-54, doi:10.1111/1468-0262.00256.
- OKTAR Suat, *Merkez Bankalarının Bağımsızlığı*, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1996.
- OKTAR Suat, Kamil YURDABAK, “2008 Küresel Kriz Sonrası Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikası Uygulamaları”, *Akademik Hassasiyetler*, C. 14, S. 2, 2012, ss. 84-111.
- OOSTERLOO Sander, Jakob HAAN, “Central Banks and Financial Stability: A Survey”, *Journal of Financial Stability*, C. 1, S. 2, 2004, ss. 257-73, doi:10.1016/j.jfs.2004.09.002.
- ÖTKER Robe, Charles FREEDMAN, “Important Elements for Inflation Targeting for Emerging Economies”, *IMF Working Papers*, C. 10, 2010, doi:10.5089/9781455200726.001.
- OTMAR Issing, “Monetary and Financial Stability: Is There a Trade-Off?”, *Basel Working Paper*, Basel, 2003.
- ÖZATAY Fatih, “Para Politikasında Yeni Arayışlar ve TCMB”, *Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı Raporu*, 2012.
- ÖZGEN Ferhat Başkan, Bülent GÜLOĞLU, “Türkiye’de İç Borçların İktisadî Etkilerinin VAR Tekniğiyle Analizi”, *METU Studies in Development*, C. 31, Haziran, 2004, ss. 93-114.

- PADOA-SCHIOPPA Tommaso, "Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in Between", *The Transformation of the European Financial System*, 2003, ss. 270-306, doi:10.1.1.137.2584.
- PAPADEMOS Lucas, "Price Stability, Financial Stability And Efficiency, and Monetary Policy", *Vice President of The ECB at The Third Conference of The Monetary Stability Foundation on "Challenges to The Financial System – Ageing and Low Growth*, 2006.
- PHILLIPS Peter C. B., Pierre PERRON, "Testing For A Unit Root In Time Series Regression", *Biometrika*, C. 75, S. 2, Oxford University PressBiometrika Trust, 1988, ss. 335-46, doi:10.1093/biomet/75.2.335.
- REINHART Carmen M., Vincent R. REINHART, "On The Use Of Reserve Requirements In Dealing With Capital Flows Problems", *International Journal of Finance and Economics*, C. 4, S. 1, 1999, ss. 27-54.
- ROGER Scott, "Inflation Targeting At 20: Achievements and Challenges", *IMF Working Papers*, C. 09, 2009, doi:10.5089/9781451873832.001.
- SCHAECHTER Andrea, Mark Richard STONE, Mark ZELMER, "Adopting İnflation Targeting: Practical İssues For Emerging Market Countries", *IMF Occasional Paper*, 2000.
- SCHINASI Garry J., "Defining Financial Stability", *IMF Working Papers*, C. 04, 2004, doi:10.5089/9781451859546.001.
- SEZGIN Organ, Burak DARICI, "Para Politikasının Finansal İstikrarı Sağlama-Sürdürme Sorumluluğu: Finansal İstikrara Yönelik Geleneksel- Spesifik Para Politikası Uygulamaları", *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, C. 11, S. 1, 2009, ss. 15-28.
- SHERWIN Murray, "Institutional Frameworks for İnflation Trgeting", *Reserve Bank of New Zealand*, 2000.
- SOROS George., *The New Paradigm For Financial Markets : The Credit Crisis Of 2008 And What İt Means*, PublicAffairs, 2008.
- SOTOMSKA KRZYSZTOFIK Paulina, Olga SZCZEPANSKA, "Transparency of Central Banks in Supporting Financial Stability", *Bank and Bank systems*, C. 1, S. 3, 2006, ss. 20-31.
- SVENSSON Lars E O, "Inflation Targeting", *NBER Working Paper Series*, C. 18, 2010, ss. 1-5, doi:10.1016/B978-0-444-53454-5.00010-4.
- TANINMIŞ YÜCEMEMİŞ Başak, Ufuk ALKAN, Canan DAĞIDIR, "Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru: Türkiye’de ara Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi", *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, C. 7, S. 13, 2015, s. 449.
- TCMB, "Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası", 2005.
- TCMB, "18 Mayıs 2010 Para Politikası Kurulu Kararı", Ankara, 2010.

- TCMB, 2012 yılında Para ve Kur Politikası”, Ankara: 2011.
- TCMB “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve Bağımsızlık”, Ankara: 2012a.
- TCMB, “2013 Yılı Para Ve Kur Politikası”, Ankara, 2012b.
- TCMB, “Rezerv Opsiyonu Mekanizması”, *Bülten*, S. 28, 2012c.
- TCMB, “Enflasyon Raporu 2013-IV”, 2013a.
- TCMB, “Enflasyon ve Fiyat İstikrarı”, 2013b.
- TCMB, “2015 Yılı Para Ve Kur Politikası”, 2014a.
- TCMB, “28 Ocak 2014 Tarihli Para Politikası Kurulu Kararı”, Ankara, 2014b.
- TCMB, “TCMB Enflasyon Raporu 2014-II”, 2014c.
- TCMB, “2016 Yılı Para Ve Kur Politikası”, 2015.
- THORAT Usha, "*Learning from crises, Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*", Routledge, 2010.
- ÜMIT Öznur, “Türkiye’de Banka Kredi Kanalının İşleyişini 2001 Krizi Sonrasında Yeniden Değerlendirme: Ampirik Analiz”, *AİBÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, C. 16, S. 1, 2016, ss. 97-123.
- VELASCO Andres, “Exchange-rate Policies for Developing Countries: What Have We Learned? What Do We Still Not Know?”, *United Nations Conference on Trade and Development*, 2000.
- VURAL Umut, *Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi, Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, Ankara, 2013.
- WHITE William, “Is Price Stability Enough?”, *BIS Working Paper*, 2006, <http://www.bis.org/publ/work205.pdf>.
- WOODFORD Michael, Curdia VASCO, “Credit Spreads and Monetary Policy”, *Journal of Money, Credit and Banking*, S. 42, 2009, ss. 3-35.

BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ

TEZ ÇOĞALTMA VE ELEKTRONİK YAYIMLAMA İZİN FORMU

Yazar Adı Soyadı	Kanan KHASIYEV
Tez Adı	Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Para Politikası Uygulamaları ve Finansal İstikrar: Türkiye Örneği
Enstitü	Sosyal Bilimler Enstitüsü
Anabilim Dalı	İktisat
Tez Türü	Yüksek Lisans
Tez Danışman(lar)ı	Dr. Öğretim Üyesi Filiz Eryılmaz
Çoğaltma (Fotokopi Çekim) İzni Kısıtlama	<input type="checkbox"/> Patent Kısıt (2 yıl) <input type="checkbox"/> Genel Kısıt (6 ay) <input checked="" type="checkbox"/> Tezimin elektronik ortamda yayımlanmasına izin veriyorum.

Hazırlamış olduğum tezimin belirttiğim hususlar dikkate alınarak, fikri mülkiyet haklarım saklı kalmak üzere Bursa Uludağ Üniversitesi Kütüphane ve Dokümantasyon Daire Başkanlığı tarafından hizmete sunulmasına izin verdiğimi beyan ederim.

Tarih :19.08.2019

İmza :



