



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

**ENFLASYON HEDEFLEMESİ: FİYAT İSTİKRARINDAN FİNANSAL
İSTİKRARA**

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

Hilal GÜNDOĞAN

BURSA - 2013



T. C.

**ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT BİLİM DALI**

**ENFLASYON HEDEFLEMESİ:
FİYAT İSTİKRARINDAN FİNANSAL İSTİKRARA**

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

Hilal GÜNDOĞAN

**Danışman:
Doç.Dr. Hülya AKAY**

BURSA – 2013


T. C.

ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

İktisat Anabilim Dalı, İktisat Bilim Dalı'nda 701011003 numaralı Hilal GÜNDOĞAN'ın hazırladığı "ENFLASYON HEDEFLEMESİ: FİYAT İSTİKRARINDAN FİNANSAL İSTİKRARA" konulu Yüksek Lisans çalışması ile ilgili tez savunma sınavı, 19/06/ 2013 günü 13.00 – 14.30 saatleri arasında yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin/çalışmasının (başarılı/başarısız) olduğuna (oybirliği/oy çokluğu) ile karar verilmiştir.

Üye (Tez Danışmanı ve Sınav Komisyonu
Başkanı)
Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

Doç. Dr. Hülya Akay


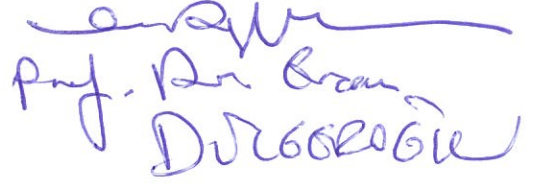
Üye
Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

Prof. Dr. Feridun Yılmaz



Üye
Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

Doç. Dr. Levent Feri Eryiğit


Üye
Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi


Prof. Dr. İbrahim
DURMUŞOĞLU

Üye
Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

Doç. Dr. Nejde Adenur Akkan


19/06/ 2013

ÖZET

Yazar Adı ve Soyadı : Hilal GÜNDOĞAN
Üniversite : Uludağ Üniversitesi
Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü
Anabilim Dalı : İktisat
Tezin Niteliği : Yüksek Lisans Tezi
Sayfa Sayısı : xii+120
Mezuniyet Tarihi : / / 20.....
Tez Danışmanı : Doç.Dr. Hülya AKAY

ENFLASYON HEDEFLEMESİ: FİYAT İSTİKRARINDAN FİNANSAL İSTİKRARA

Türkiye’de 2002 yılından bu yana uygulanan enflasyon hedeflemesi politikası, 2008 küresel finans krizine kadar sorgulanmadan yürütülmüştür. Kısa vadeli faiz oranları ile uzun vadede fiyat istikrarının amaçlandığı klasik enflasyon hedeflemesinin, 2008 küresel finans kriziyle birlikte finansal istikrarın sağlanmasında yetersiz olduğu gözlenmiş ve çeşitli politika değişikliklerine gidilmiştir. TCMB, 2010 yılında ilan ettiği çıkış stratejiyle uyguladığı enflasyon hedeflemesi politikasını; aşırı kredi genişlemesi, hızlı sermaye akımları ve küresel piyasalardan kaynaklanan kırılganlıklara karşı ekonominin dayanıklılığını artıracak şekilde yeniden şekillendirmiştir. Bu süreçte kısa vadeli faiz oranlarıyla birlikte zorunlu karşılık oranları, faiz koridoru ve rezerv opsiyon mekanizması gibi yeni politika araçları devreye sokulmuştur. Ayrıca çalışmada 2002:1-2012:9 tarihleri arasında enflasyon ve enflasyonla ilişkili olduğu düşünülen değişkenler arasındaki ilişki SVAR modeli ile incelenmiştir.

Anahtar Sözcükler: Klasik Enflasyon Hedeflemesi, Modern Enflasyon Hedeflemesi, Finansal İstikrar, TCMB Para Politikası, SVAR modeli

ABSTRACT

Name and Surname : Hilal GÜNDOĞAN
University : Uludağ University
Institution : Social Science Institution
Field : Economics
Degree Awarded : MD
Page Number : xii+120
Degree Date : / / 20.....
Supervisor : Doç.Dr. Hülya AKAY

INFLATION TARGETING: TO FINANCIAL STABILITY FROM PRICE STABILITY

The inflation targeting policy in Turkey since 2002, up to the global financial crisis in 2008 was carried out without question. Classic inflation targeting that aims price stability with short-term interest rates, has emerged to be insufficient in 2008 global financial crisis, so a variety of policy changes have been made. TCMB has reviewed inflation targeting with monetary policy exit strategy that was declared in 2010, to increase the resilience of the economy against excessive credit expansion, rapid capital flows and vulnerabilities arising from the global markets. In this process, new policy instruments like the required reserve ratio, the interest rate corridor and reserve the option mechanism has been introduced with short-term interest rates. Also in this study between 2002:1-2012:9 inflation and variables that are thought to be related to the inflation were examined by SVAR model.

Keywords: Classic Inflation Targeting, Modern Inflation Targeting, Financial Stability, Monetary Policy of TCMB, SVAR Model

ÖNSÖZ

Çalışma konumun belirlenmesinden son aşamaya gelene kadar benden desteğini, yardımını ve değerli fikirlerini esirgemeyen kıymetli hocam DOÇ.DR.HÜLYA AKAY'a teşekkürü bir borç bilirim. Bu süreçte yanımda olan ve bugünlere gelmemde çok büyük emeği olan sevgili annem, babam ve ağabeyime sonsuz sevgilerimi sunuyorum. Ayrıca şimdiye kadar bana destek olan, değerli fikirlerini, yardımlarını esirgemeyen değerli hocalarıma, dostlarıma ayrı ayrı teşekkürlerimi sunuyorum.

Hilal GÜNDOĞAN

Sakarya- Haziran 2013

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
ÖNSÖZ	ii
ÖZET	iii
ABSTRACT	iv
İÇİNDEKİLER	v
TABLO LİSTESİ	vii
GRAFİK LİSTESİ	viii
KISALTMA LİSTESİ	ix
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM ENFLASYON HEDEFLEMESİ

1. ENFLASYON HEDEFLEMESİ.....	5
1.1. Klasik Enflasyon Hedeflemesi	5
1.2. Klasik Enflasyon Hedeflemesi Temel Özellikleri.....	7
1.3. Klasik Enflasyon Hedeflemesi Önkoşulları.....	10
1.3.1. Klasik Enflasyon Hedeflemesinin Temel Amacı: Fiyat İstikrarı.....	10
1.3.2. Merkez Bankasının Bağımsızlığı.....	11
1.3.2.1. Enflasyon Hedeflemesi Uygulayıcısı Olan Merkez Bankasının Bağımsızlık Nedenleri.....	12
1.3.2.2. Merkez Bankasının Çeşitli Bağımsızlık Tanımları ve Bağımsızlık Tercihi.....	14
1.3.3. Mali Baskınlığın Engellenmesi.....	17
1.3.4. Sağlam Finansal Yapı.....	19
1.4. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Uygulanması.....	21
1.5. Enflasyon Hedeflemesinin Avantajları.....	26
1.6. Enflasyon Hedeflemesinin Dezavantajları.....	28
1.7. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Yayılması.....	29
1.8. Modern Enflasyon Hedeflemesi	32

1.8.1. Modern Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımının Gerekçeleri.....	33
1.8.2. Modern Enflasyon Hedeflemesinde Finansal İstikrar Kavramı.....	36
1.8.2.1. Finansal İstikrar Kavramını Tanımlamadaki Ana Prensipler ...	36
1.8.2.2. Finansal İstikrarı Açıklamada Karşılaşılan Zorluklar.....	37
1.8.2.3. Finansal İstikrarın Tanımı.....	38
1.8.2.4. Finansal İstikrar ile Merkez Bankası Arasındaki İlişki.....	41
1.8.2.5. Finansal İstikrarın Amaç Fonksiyonuna Dahil Edilmesi.....	44

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ UYGULAMASI

2. TÜRKİYE’DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ UYGULAMASI.....	48
2.1. Türkiye’de Enflasyon Sürecinin Genel Değerlendirilmesi.....	48
2.1.1. 2000 Yılı Öncesi Türkiye’de Enflasyon.....	48
2.1.2. 2002-2005 Yılları Örtük Enflasyon Hedeflemesi (Enflasyon Hedeflemesine Geçiş Dönemi).....	53
2.1.3. Ocak 2006-Aralık 2009 Yılları Açık Enflasyon Hedeflemesi Dönemi.....	56
2.1.3.1. Küresel Finans Krizinin Türkiye Ekonomisine Etkileri.....	58
2.1.4. 2009 Yılı Sonrası Modern Enflasyon Hedeflemesinin Uygulaması.....	64
2.1.4.1. Para Politikası Aracı Olarak Zorunlu Karşılık Oranları.....	66
2.1.4.2. Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru.....	68
2.1.4.3. Para Politikası Aracı Olarak Rezerv Opsiyon Mekanizması.....	68
2.1.4.4. Modern Enflasyon Hedeflemesi ve Kurumsal Değişim.....	72
2.1.4.5. Modern Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye Ekonomisi.....	72

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİ SÜRECİNDE KULLANILAN POLİTİKA ARAÇLARI ÜZERİNE AMPİRİK UYGULAMA

3. ENFLASYON HEDEFLEMESİ SÜRECİNDE KULLANILAN POLİTİKA ARAÇLARI ÜZERİNE AMPİRİK UYGULAMA.....	79
3.1. Giriş.....	79
3.2. Ekonometrik Model ve Yöntem.....	80
3.2.1. Birim Kök Testi.....	80
3.2.2. Yapısal VAR Analizi.....	85
3.2.3. Etki- Tepki Fonksiyonları.....	88
3.2.4. Varyans Ayrıştırması.....	99

SONUÇ.....	102
EKLER.....	105
KAYNAKLAR.....	109
ÖZGEÇMİŞ.....	119

TABLO LİSTESİ

Sayfa No

Tablo 1.1 Merkez Bankası Bağımsızlık Tanımları.....	15
Tablo 1.2 Türkiye'nin Kamu Borç Stoku ve Kamu Kesimi Borçlanma Gereği Oranları.....	19
Tablo 1.3 Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Belirleyicisi.....	22
Tablo 1.4 Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Hedeflenen Enflasyon Oranları/Aralığı.....	24
Tablo 1.5 Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Hedeflerin İlan Şekli.....	25
Tablo 1.6 Gelişmiş Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Uygulanması.....	31
Tablo 1.7 Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Uygulanması.....	32
Tablo 1.8 Merkez Bankası Tarafından Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrarı Amaçlarken Kullanılabilecek Araçlar.....	43
Tablo 2.1 1980-2001 Yılları Arasında Toplam Dış Borçlar.....	52
Tablo 2.2 2002-2006 Yılları Arasında Toplam Dış Borç Göstergeleri.....	55
Tablo 2.3 Enflasyon Hedeflemesi Politikası Amaç ve Araçları.....	66
Tablo 2.4 AB Üyesi Ülkelerde ve Türkiye'de AB Tanımlı Borç Stoku/GSMH (%).....	74
Tablo 3.1. Analizde Kullanılan Değişkenler ve Kaynakları.....	80
Tablo 3.2 TUFEB Birim Kök Testi Sonuçları.....	81
Tablo 3.3 M2 Birim Kök Testi Sonuçları.....	82
Tablo 3.4 KH Birim Kök Testi Sonuçları.....	82
Tablo 3.5 R Birim Kök Testi Sonuçları.....	83
Tablo 3.6 EDK Birim Kök Testi Sonuçları.....	84
Tablo 3.7: Uzun Dönem Kısıtlı VAR Modelinde Varyans Ayırıştırma Sonuçları.....	100

GRAFİK LİSTESİ

Sayfa No

Grafik 1.1 Merkez Bankalarının Bağımsızlık Endekslerinin Sahip Oldukları Enflasyon Oranlarıyla Karşılaştırılması.....	13
Grafik 1.2 Merkez Bankalarının Bağımsızlık Tercihleri.....	16
Grafik 1.3 Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Akımlarındaki Oynaklık.....	34
Grafik 1.4 Cari Açık ve Temel Finansman Kaynakları.....	35
Grafik 2.1 Türkiye'nin 1940-1999 Yılları Arasında Enflasyon Gelişmeleri.....	49
Grafik 2.2 Türkiye'nin 1980-2001 Yılları Arasında KKBG/GSMH oranları.....	50
Grafik 2.3 Türkiye'nin 1980-2010 Yılları Arasındaki İç Borç Stoku Oranları Seyri.....	51
Grafik 2.4 İç Borçlanma Reel Faiz Oranları (yüzde).....	53
Grafik 2.5 Türkiye'nin 2000-2005 Yılları Arasında Enflasyon Gelişmeleri.....	56
Grafik 2.6 2002-2005 Yılları Arasında Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları.....	57
Grafik 2.7 Açık Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları.....	58
Grafik 2.8 Türkiye'nin 2002-2011 Yılları Arasındaki Büyüme Oranları.....	60
Grafik 2.9 Faiz Oranlarındaki Gelişmeler (Yüzde).....	61
Grafik 2.10 Gelişmekte Olan Ülkelerin Risk Primi Göstergesi.....	62
Grafik 2.11 TCMB Tarafından Uygulanan ROM Uygulaması (Döviz için).....	71
Grafik 2.12 Bankaların Rezerv Opsiyonu Dilimi Kullanma Oranları (12 Ekim itibarıyla).....	72
Grafik 2.12 (a)TCMB Faiz Oranları ve Gecelik Repo Faizleri (yüzde)	
(b)TL Zorunlu Karşılık Oranları (yüzde).....	78
Grafik 3.1 Uzun Dönem Kısıtlı VAR Modelinin Cholesky Ayrıştırmasına Göre Faiz Şokunun Etki Tepki Fonksiyonları.....	90
Grafik 3.2 Uzun Dönem Kısıtlı VAR Modelinin Cholesky Ayrıştırmasına Göre Döviz Kuru Şokunun Etki Tepki Fonksiyonları.....	92
Grafik 3.3 Uzun Dönem Kısıtlı VAR Modelinin Cholesky Ayrıştırmasına Göre Enflasyon Şokunun Etki Tepki Fonksiyonları.....	95
Grafik 3.4 Uzun Dönem Kısıtlı VAR Modelinin Cholesky Ayrıştırmasına Göre Para Arzı Şokunun Etki Tepki Fonksiyonları.....	97
Grafik 3.5 Uzun Dönem Kısıtlı VAR Modelinin Cholesky Ayrıştırmasına	

Göre Kredi Hacmi Şokunun Etki Tepki Fonksiyonları.....98

KISALTMALAR LİSTESİ

Kısaltma	Bibliyografik Bilgi
AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	Bankaları Düzenleme ve Denetleme Kurulu
BIS	Bank for International Settlement (Uluslararası Takas Bankası)
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senedi
EKK	En Küçük Kareler Yöntemi
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
IMF	International Monetary Fund
KİT	Kamu İktisadi Teşebbüsü
KKBG	Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
OECD	Avrupa Ekonomik İşbirliği Örgütü
ROK	Rezerv Opsiyon Katsayısı
ROM	Rezerv Opsiyon Mekanizması
ROO	Rezerv Opsiyon Oranı
SPK	Sermaye Piyasaları Kurulu
SVAR	Structurel Vector Auto Regression
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TUİK	Türkiye İstatistik Kurumu
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
VAR	Vector Auto Regression
YP	Yabancı Para
ZKO	Zorunlu Karşılık Oranı

GİRİŞ

1971 yılında altın standardı uygulamasının resmen sonlanmasıyla ortaya çıkan politika boşluğunun doldurulabilmesi için ülkeler yeni arayışlar içine girmiştir. 1980'li yıllarda liberalleşme akımıyla para politikasında fiyat istikrarı ön plana çıkmıştır. Fiyat istikrarını sağlamak için döviz kuru, parasal büyüklükler, faiz oranı gibi değişkenler politika aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır. Enflasyon hedeflemesi politikası 1989 yılında ilk uygulayıcısı olan Yeni Zelanda'dan sonra hızla yayılmış ve 2000'li yıllara gelindiğinde gelişmiş ve gelişmekte olan yirmiyi aşkın pek çok ülke tarafından uygulanan popüler bir para politikası haline gelmiştir.

Enflasyon hedeflemesi klasik tanımıyla; para politikası otoritelerince belirli zaman aralığı için oluşturulan rakamsal enflasyon hedeflerinin, halka ilanıya başlayan ve bu süreçte şeffaflık ve hesap verebilirlik çerçevesinde politika sürecini ve amaçlarını kamuoyuyla paylaşan bir para politikası stratejisidir. Temel politika aracı kısa vadeli faiz oranıyla uzun dönemde fiyat istikrarı hedeflenir. Politika uygulama sürecinde sadece faiz oranlarıyla fiyat istikrarının dikkate alınmadığı, pek çok ekonomik gösterge ile ekonomik istikrarın da göz önünde bulundurulduğu enflasyon hedeflemesinde, politika uygulayıcıları hedeflere ulaşma konusunda esnek hareket edebilme kabiliyetine sahiptir. Bunu özellikle 2008 küresel finans krizinden sonra görmek mümkündür. Finansal sistemden kaynaklanan kırılganlıkları engellemek için yeni bir takım politika araçları devreye sokulmuş ve fiyat istikrarından finansal istikrara doğru politika uygulaması açısından bir esneklik sağlanmıştır. Bu nedenle enflasyon hedeflemesi politikası oluşturulan kurallara sıkı sıkıya bağlı bir politika olarak değil, belirlenen kurallar etrafında şekillenen ve ekonominin seyrine göre uygulanan politikaların ve kullanılan politika araçlarının değiştiği bir politika 'çerçevesi' olarak düşünülmelidir.

Ülkemizde uzun yıllar kronik enflasyonla mücadele edildikten sonra, 2002 yılında enflasyon hedeflemesi politikasına geçileceği ilan edilmiştir. Ekonomik konjonktürün

uygun olmaması ve finansal altyapının yetersiz olması gibi nedenlerden dolayı, 2002-2005 yılları politikanın sağlıklı yürütülebilmesi için hazırlık süreci olarak değerlendirilmiş ve 2005 yılından sonra resmen enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. 2002-2005 döneminde finansal sistemde yaşanan dönüşüm süreciyle birlikte, mali baskınlığın azaltılması ve merkez bankasının bağımsızlığının artırılmasıyla ilgili önemli adımlar atılmıştır. Sabit döviz kuru sisteminden dalgalı döviz kuruna geçilmesi, TL'den altı sıfır atılması gibi pek çok önemli gelişme de yine bu dönemde gerçekleştirilmiştir. Bu süreçte enflasyon oranlarının hızla düşüyor olması da uygulanan politikanın başarılı olacağı beklentilerini kuvvetlendirerek, politikaya bağlılığı ve güveni artırmıştır.

Ancak 2006 yılından itibaren enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artışlara 2008 yılında finansal piyasalardaki istikrarsızlık da eklenince 2008 yılında enflasyon oranı hedeflenenin üzerinde gerçekleşmiştir. Bu şekilde 2006 yılından itibaren hedeflenenin üzerinde gerçekleşen oranlar, 2008 yılında TCMB'nin ilk revizyonu gerçekleştirmesine neden olmuştur. Türkiye'de uygulandığı süreçte enflasyon oranları başarılı bir şekilde aşağılara çekilmiş olsa da hedeflerin tutturulamaması politikaya olan güvenin yeniden sarsılmasına ve enflasyon hedeflemesi politikasının *beklentilerin iyi yönetilmesi ve etkin iletişim* özelliğinin geri planda kalmasına neden olmuştur. 2008 yılı Ekim ayında ABD'de finansal piyasalarda ortaya çıkan ve diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri de içine alan finansal krizle birlikte, bazı ülkelerde 1980'lerden bu yana uygulanan ve temel amacı fiyat istikrarı olan enflasyon hedeflemesi politikasının fiyat istikrarı beraberinde finans sisteminin istikrarını da sağlayamayacağı ortaya çıkmıştır. Şimdiye kadar hem hükümetler hem de para politikası otoriteleri tarafından fiyat istikrarı temel amaç olarak kabul edilmiş ve bu yönde hareket edilmiştir. Ancak fiyat istikrarının tek başına yeterli olup olmayacağı konusunda ortak ve kesin bir görüşe varıldığı söylenemez. Nitekim son yıllarda küresel ekonomik krizin de etkileriyle birlikte sadece ülkemizde değil pek çok ülke ekonomisinde finansal istikrar gibi başka amaçlar da gündeme gelmekte ve bu yönde politika değişiklikleri tartışılmaktadır. 2008 küresel finans krizi ile klasik enflasyon hedeflemesi politikasının yetersiz kaldığını gören para politikası otoriteleri, kendilerini bu süreçten kurtaracak yeni stratejiler aramıştır. TCMB da yine bu dönemde uygulamada olan para politikasını gözden geçirmiş ve kendine yeni bir para politikası çerçevesi oluşturmuştur. Bu dönem pek çok iktisatçı

tarafından da tartışılmış ve enflasyon hedeflemesinin küresel finans krizinden çıkmak için yetersiz kaldığı dile getirilmiştir. Böylece finansal kriz sürecinde gündeme gelmeye başlayan ‘finansal istikrar’ kavramına yapılan vurgular gün geçtikçe artmıştır. Bu çerçevede şekillenen para politikası, ‘modern enflasyon hedeflemesi’ olarak adlandırılmıştır. Finansal istikrar amacı etrafında yeniden şekillenen enflasyon hedeflemesi politikasıyla finansal istikrar ve istikrarsızlık gibi kavramların karşılıkları tartışılmaya başlanarak, uygulanan politikalar yeniden gözden geçirilip kullanılan politika araçları çeşitlendirilmiştir. Kısa vadeli faiz oranlarının yanı sıra zorunlu karşılık oranları, faiz koridoru, rezerv opsiyon mekanizması yeni politika aracı olarak devreye sokulmuştur. Bu dönemde TCMB’nin yürüttüğü para politikası; “özellikle dış denge, kredi genişlemesi ve sermaye akımlarından kaynaklanan kırılganlıklara karşı ekonominin dayanıklılığını artıracak bir çerçeve oluşturmayı amaçlamaktadır.” Bu doğrultuda TCMB, TL değerlemesini önleyerek cari açığı kontrol altında tutmayı ve dış finansman kaynaklarını finansal sistemdeki kırılganlığı azaltacak şekilde dengelemeyi tercih etmiştir.

İlk önce ‘düşük enflasyon’un arzulandığı örtük enflasyon hedeflemesi sürecinden, ‘fiyat istikrarı’nın hedeflendiği açık enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. Daha sonra 2008 küresel finansal kriziyle birlikte politika uygulayıcıları finansal sistemin beklentilerini dikkate alarak ‘finansal istikrar’ın hedeflendiği uygulamaları yürürlüğe koymuştur. Çalışmanın amacı, bu değişim sürecinin nedenleriyle birlikte ele alınıp, 2008 küresel finans krizinden sonra TCMB’nin uygulamalarına ışık tutmaktır.

Üç bölümden oluşan çalışmanın birinci bölümünde enflasyon hedeflemesi, 2008 küresel krizi öncesi ve sonrası uygulamadaki farklılıklar dikkate alınarak klasik enflasyon hedeflemesi ve modern enflasyon hedeflemesi şeklinde ayrılmıştır. Bu kapsamda enflasyon hedeflemesinin temel özellikleri, ön koşulları, avantajları ve deavantajlarıyla birlikte uygulama aşamasında ortaya çıkan sorunlar ele alınmıştır. Bununla beraber modern enflasyon hedeflemesi yaklaşımının gerekçeleri açıklanarak, TCMB reaksiyon (amaç) fonksiyonuna dahil edilen finansal istikrar kavramı ve uygulamadaki yeri açıklanmaya çalışılmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde enflasyon hedeflemesi politikası uygulayan ülkemizin enflasyon süreci genel olarak değerlendirilmiş ve 2008 küresel finansal

krizden sonra yeniden şekillenen enflasyon hedeflemesi politikası ele alınarak, bu dönemde kullanılmaya başlanan politika araçları açıklanmaya çalışılmıştır. Ayrıca bu süreçte kurumsal değişim ve modern enflasyon hedeflemesinin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri genel olarak değerlendirilmiştir. Çalışmanın son bölümünde 2002:1-2012:9 tarihleri arasında uygulanan enflasyon hedeflemesi sürecinde enflasyon oranı ve bu süreçle ilgili olduğu düşünülen değişkenler arasındaki ilişki yapısal VAR modeli ile ele alınmıştır.

1. ENFLASYON HEDEFLEMESİ

1.1. Klasik Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesi; orta vadeli enflasyon hedeflerinin rakamsal olarak halka ilanını esas almasının yanı sıra, temel amacı olan fiyat istikrarı ile birlikte diğer amaçları da gözetilen bir para politikasıdır. Öyle ki parasal büyüklük ve döviz kuru gibi politika enstrümanlarının beraberinde pek çok politika değişkenini dikkate alan ve uygulama aşamasında kurumsal bağlılığı gerektiren bir stratejisidir. Ayrıca para otoritelerinin kararları, amaçları ve planları hakkında halk ve piyasalarla iletişimi şeffaf bir çerçevede yürütmeyi ve oluşturulan bu hedeflere kamuoyunun ulaşabilmesinde hesap verilebilirliği artırmayı amaçlamaktadır.¹

Bernanke ve Mishkin'in tanımına göre enflasyon hedeflemesi; merkez bankası, hükümet ya da her ikisinin ortak çalışması doğrultusunda belirli bir zaman aralığı için rakamsal olarak belirlenen enflasyon hedeflerini kamuoyuna ilan etmesidir.² Bir başka tanıma göre enflasyon hedeflemesi, ekonominin genel değişkenlerinin ve verilerinin dikkate alınarak belirli bir dönem için kabul edilebilir bir enflasyon oranının belirlenmesi ve para politikalarının belirlenen orana ulaşacak şekilde yürütülmesidir.³ Diğer bir ifadeyle; bir veya daha fazla hedef dönemi için resmi kantitatif enflasyon hedef veya hedef aralıklarının kamuya açıklandığı, ayrıca düşük ve istikrarlı bir enflasyonun para politikasının uzun dönem temel amacı olduğunun açık şekilde kabul edildiği bir para politikası stratejisidir.⁴

¹ Frederic Mishkin, "Inflation Targeting", Graduate School of Business, **Columbia University and National Bureau of Economic Research**, July 2001, s.1.

² Ben S. Bernanke-Frederic Mishkin. "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy", **Journal of Economic Perspectives**, Vol.11, No. 2., Spring, 1997, ss.97-116.

³ Eren Öğretmen, **Enflasyon Hedeflemesi-Uygulama Özellikleri-**, TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara, 5 Temmuz 2004, (Erişim: www.tcmb.gov.tr), s.4.

⁴ Erdem Demirhan, **Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi**, Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No: 231, İstanbul, 2002, s.21.

Enflasyon hedeflemesiyle ilgili yapılan tanımlara bakıldığında ortak unsurlar şöyledir;⁵

- Kamuya orta dönemli bir enflasyon hedeflemesinin ilanı,
- Para politikasının birincil uzun dönem amacının fiyat istikrarı olduğuna ilişkin kurumsal bir taahhüt ve enflasyon amacına ulaşılabileceğine ilişkin verilen bir taahhüt,
- Para politikasına ilişkin karar alınırken sadece parasal büyüklüklerin değil, birçok değişkenin kullanıldığı bilgi içerikli bir strateji,
- Para politikası yapımcılarının amaçları ve planları konusunda piyasalar ve halkla kurulan bir iletişim aracılığıyla giderek şeffaflaşan bir para politikası stratejisi,
- Enflasyon amaçlarına ulaşma konusunda merkez bankasının artan sorumluluğu.

Enflasyon hedeflemesi son yıllarda pek çok ülke tarafından başarıyla uygulanmasına rağmen birçok tartışmayı da beraberinde getirmiştir. Kimi iktisatçılar tarafından belli bir durum ve daha önceden belirlenmiş para politikaları doğrultusunda uygulandığı için katı bir kural çerçevesinde değerlendirilmektedir. Aksine enflasyon hedeflemesi politikaları ve ulaşmak istediği hedefleri belirlerken dar bir pencereden değil ekonominin içinde bulunduğu genel konjonktürü ve enflasyonun belirleyicilerini de değerlendirerek hareket etmektedir. Ayrıca ekonominin içinde bulunduğu duruma göre söz konusu hedefler değiştirilebilir. Ancak merkez bankası, kamuoyunun güvenini sarsmamak için hedefleri değiştirmek yerine hedeflerden neden sapıldığını açıklayıp tekrar hedefe nasıl ulaşılacağı konusunda çözüm önerilerini kamuoyuna sunmayı tercih etmektedir. “Bu esnekliğe rağmen, enflasyon hedeflemesinde şeffaflık vasıtasıyla merkez bankasının hesap verebilirliği artırılmakta ve böylece zaman tutarsızlığı probleminin çözülmesi için duruma bağlı politikalar sınırlandırılmaktadır.”⁶

⁵ S. Frederic Mishkin, **Para Teorisi-Politikası**, (Çev. İlyas Şıklar, Ahmet Çakmak, Suat Yavuz), Bilim Teknik Yayınevi, s.157.

⁶ Erdem Demirhan, **Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi**, Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No: 231, İstanbul, 2002, s.22.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin temel farkı diğer para politikalarının aksine geçmiş ya da cari enflasyon oranlarına değil gelecekteki enflasyon oranlarına dayanıyor olmasıdır. Ayrıca enflasyon hedeflemesi rejimi tek bir değişkeni değil ekonominin genelini dikkate alarak hareket eder. Akyazı ve Artan'ın⁷ enflasyon hedeflemesinin enflasyon belirsizliğini azaltmadaki rolü üzerine yaptıkları çalışmada elde edilen sonuçlar yüksek enflasyon oranlarının enflasyon belirsizliğine yol açtığını göstermektedir. Bu doğrultuda enflasyon hedeflemesi rejimi düşük enflasyon oranlarını hedefleyen, şeffaflık, hesap verebilirlik kriteri ile enflasyon belirsizliğini azaltan bir politikadır.

1.2. Klasik Enflasyon Hedeflemesinin Temel Özellikleri

Enflasyon hedeflemesi ile ilgili literatürdeki tanımlara bakıldığında bazı temel özelliklere sahip olduğu görülmektedir. Söz konusu temel özellikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir;

- Belirlenen hedefler ve uygulanacak politikalar hakkında kamuoyunun bilgilendirilmesi şarttır.
- Para politikasının temel amacı; düşük ve istikrarlı enflasyon oranının yani fiyat istikrarının açıkça kabul edilmesidir. Bu orana ulaşabilmek için kullanılan temel politika aracı ise kısa vadeli faiz oranlarıdır.
- Uygulama sürecinde şeffaflık, hedeflerin belirli bir takvime bağlanması ve hesap verebilirliğin sağlanması yoluyla bu süreç kurumsallaştırılmalıdır.
- Enflasyon hedeflemesine gidilirken ülkenin ve ekonominin içinde bulunduğu durum göz önünde bulundurularak gerçekçi değerler hedeflenmelidir.
- Söz konusu hedefin kabul edilip uygulanabilmesi için siyasi açıdan mutabakat sağlanmalıdır.

⁷ Haydar Akyazı, Seyfettin Artan, "Türkiye'de Enflasyon -Enflasyon Belirsizliği İlişkisi ve Enflasyon Hedeflemesinin Enflasyon Belirsizliğini Azaltmadaki Rolü", **Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi**, Sayı: 48, Mart 2004, ss.3-17.

Enflasyon hedeflemesi rejiminde öne çıkan diğer bir özellik ise; “beklentilerin iyi yönetilmesi ve etkin iletişim politikasıdır.”⁸ Belirsizliklerin yoğun olduğu yüksek enflasyon dönemlerinde kişiler beklentilerini geçmiş enflasyon oranlarına bakarak belirlerler. Bu durum yüksek enflasyon oranlarının zamanla devamlılık kazanmasına ve enflasyonun kronik hale gelmesine neden olur. Oysa enflasyon hedeflemesi rejiminde merkez bankasının edindiği geniş bilgi çerçevesinde geleceğe dair oluşturulan enflasyon oranları mevcuttur. Yani kişiler beklentilerini oluştururken geçmiş enflasyon oranlarını değil gelecek hedefleri dikkate alırlar. Böylece kişiler yeni bir alternatifte kavuşmuş olur. Bu durumda önemli olan nokta kişilerin oluşturulan hedeflere ulaşılma konusunda ikna edilmesi ve güveninin kazanılmasıdır. Böylelikle uygulanan politikaların kamuoyu tarafından anlaşılması ve kolaylıkla takip edebilmeleri sağlanmış olur.

Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanırken merkez bankasının hesap verebilirliği önem arz etmektedir. Açıklanan hedeflere ulaşamaması halinde merkez bankası hem kamuoyuna hem de hükümete nedenleri ve tekrar hedefe ulaşabilmek için alınacak tedbirleri açıklamak ve onları bilgilendirmek zorundadır. Ancak bazen para politikası çerçevesinde olmayan bir takım dışsal şoklardan dolayı hedeften sapılmaktadır. Yine böyle bir durumda da hesap verebilirlik prensibi geçerliliğini korur.

Enflasyon hedeflemesi süreci merkez bankasının hükümet ile yaptığı görüşmeler sonucunda vardığı rakamsal enflasyon oranlarını (ileriki üçer yıllık oranlar şeklinde) açıklamasıyla başlar. Bu açıklamayla birlikte merkez bankası şeffaflık ve hesap verebilirlik çerçevesinde açıkladığı hedeflerden sorumludur. Bu şekilde geleceğe karşı belirsizliği azaltmış olur ve politikaları daha verimli şekilde uygular. Burada önemli olan bir diğer nokta ise açıklanan hedefler ve söz konusu hedeflere ulaşabilme konusunda kamuoyunu ikna etme ve güvenini kazanabilmedir.

Merkez bankası hedefleri oluşturma aşamasında ise enflasyonu etkileyen çeşitli parasal göstergeleri dikkate almaktadır. Bu durum sadece fiyat istikrar değil ekonomik istikrar konusunda da önlemler alınarak ekonomide bir bütünlük sağlanmasına yardımcı olacaktır.

⁸ TCMB, **Merkez Bankası Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı**, 2006, (Erişim: www.tcmb.gov.tr), s.6.

Ülkemizde uygulama aşaması hazırlık dönemi olarak nitelendirilen *örtük enflasyon hedeflemesi (esnek enflasyon) dönemi* ve gerekli önkoşullar sağlandıktan sonra resmi olarak uygulanan *açık enflasyon hedeflemesi (katı enflasyon) dönemi* şeklinde ayrılmaktadır. Açık enflasyon hedeflemesinde merkez bankası sadece hedeflenen enflasyon oranına ulaşabilmek için politika gütmekte, fiyat istikrarından başka amaç beslememektedir. Açık enflasyon hedeflemesine her ne kadar katı enflasyon hedeflemesi dense de katı şekilde kurallara bağlı bir politika olduğu anlamına gelmemektedir. Bunun yerine enflasyon hedeflemesi politikası, uygulama çerçevesi gibi düşünülmelidir. “Öyle bir çerçeve ki; politikanın tutarlılığını ve şeffaflığını artırması en önemli avantajıdır ve oldukça esnektir ve hatta ihtiyari bir para politikası olarak düşünülebilir.”⁹

Örtük enflasyon hedeflemesinde ise merkez bankası enflasyon hedefinin yanı sıra; döviz kuru, istihdam, üretim, faiz oranı, para arzı gibi değişkenlerle de ilgilenir. Bu iki uygulamayı karşılaştırdığımızda;

*Katı (açık) enflasyon hedeflemesi altında hedefleme kuralları basittir. Enstrümanlar kontrol aralığına bağlı sınır içinde tahmin edilen enflasyon oranlarına bağlı olarak belirlenen hedeflere göre ayarlanmalıdır. Esnek (örtük) enflasyon hedeflemesinde ise durum bu kadar basit değildir, sezgiseldir. Enstrümanlar enflasyon tahminlerine bağlı olarak ayarlanmalı ve bu tahminler de uzun dönemli olmalıdır.*¹⁰

Bu özellikleriyle, “enflasyon hedeflemesi, talep yönlü yeni bir ortodoks politika”¹¹ şeklinde de tanımlanabilir. Yani uygulayıcı ülkelerde enflasyona odaklanan para politikası sürecinde istihdam, üretim büyümesi, faiz oranları, döviz kuru ve nominal GSMH gibi değişkenler de göz önünde bulundurulmaktadır. Bunun yanında mali baskınlık, araç bağımsızlığı, şeffaflık, hesap verebilirlik, fiyat istikrarına kurumsal bağlılık için tam yetkili olmayı sağlayacak ön koşullardır.

⁹ Frederic S. Mishkin-Ben S. Bernanke, “Inflation Targeting: A New Framework For Monetary Policy?”, **National Bureau of Economic Research**, Working Paper 5893, January 1997, s.98.

¹⁰ Lars E. O. Svensson, “Inflation Targeting: Some Extensions”, **The Scandinavian Journal of Economics**, Vol.101 (3), 1999, ss.337-361, s.351.

¹¹ Gerald Epstein-A. Erinc Yeldan, “Beyond Inflation Targeting: Assessing the Impacts and Policy Alternatives”, **Beyond Inflation Targeting: Assessing the Impacts and Policy Alternatives**, Edward Elgar Publishing, 2009, ss.3-28, s.3.

1.3. Klasik Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşulları

Aşağıda enflasyon hedeflemesi rejiminin sorunsuz uygulanabilmesi için gerekli ön koşullar, merkez bankası ve finansal yapıyla ilgili olmak üzere iki belirleyici çerçevesinde aşağıdaki gibi sıralanmış ve gerekçeleriyle birlikte açıklanmaya çalışılmıştır.

Merkez bankası ile ilgili koşullar;

- Temel amaç: Fiyat istikrarı ve finansal istikrar,
- Bağımsız merkez bankası,
- Şeffaflık,
- Hesap verebilirlik,
- Güvenilir olma.

Finansal yapı ile ilgili koşullar;

- Sağlam ve gelişmiş bir finansal yapının varlığı,
- Mali baskınlığın engellenmesi,
- Gerekli teknik altyapının sağlanmış olması, şeklinde sıralanabilir.

1.3.1. Klasik Enflasyon Hedeflemesinin Temel Amacı: Fiyat İstikrarı

TCMB Kanunlarında fiyat istikrarı kavramına şu şekilde yer verilmiştir; bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Banka, fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler...Fiyat istikrarı, iktisadi birimlerin yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük ve sürdürülebilir bir enflasyon seviyesini ifade eder. Güçlü, dengeli ve sürdürülebilir büyüme ve istihdam artışına merkez

bankasının yaptığı ve yapacağı en büyük katkı fiyat istikrarını sağlamak ve korumaktır.¹²

Düşük ve sürdürülebilir enflasyon seviyesi pek çok gelişmekte olan ülke tarafından % 1 ile % 3 aralığında kabul edilmektedir. Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıyla uygulanabilmesi, merkez bankasının temel amacı olan fiyat istikrarı konusunda kararlı bir tutum sergilemesine bağlıdır. Özellikle fiyat istikrarı geçmişinde yanlış para politikaları uygulayan gelişmekte olan ekonomilerin bu tutum çerçevesinde hareket ederek tekrar güven kazanabilmeleri için önemlidir. Söz konusu kurumsal taahhütün çerçevesi¹³;

- Politik müdahalelerden arındırılmış,
- Elindeki para politikası araçları üzerinde tam bir kontrol sağlanmış,
- Temel hedefi fiyat istikrarını sağlamak olan bir merkez bankasına sahip olmaktan geçmektedir.

Merkez bankasının güvenilirliğinin sağlanması için aynı faktörlere başka çalışmalarda da rastlanmaktadır. Örneğin; Stella¹⁴ çalışmasında bağımsız bir merkez bankasının mali güvenilirliğini analiz etmiş ve üç temel faktöre vurgu yapmıştır; (i) tarafsız amaç, (ii) kurumsal bağlılık, (iii) ekonomik uygulanabilirlik ya da sürdürülebilir politika rejimi. TCMB Kanununda da bu üç temel maddeyi görmek mümkündür.

1.3.2. Merkez Bankası Bağımsızlığı

Merkez bankasıyla ilgili olan bu önkoşul üç başlık altında incelenebilir. Merkez bankası bağımsızlığının neden gerekli olduğu, Merkez bankasının bağımsızlığı ile neyin ifade edildiği ve hangi bağımsızlık tanımının arzulandığı şeklindeki sorulara açıklık getirilmeye çalışılmıştır.

¹² TCMB Kanunu, 25.04.2001 tarih, 4651 sayılı kanun ile değiştirilen şekliyle.

¹³ Gazi Erçel, **Enflasyon Hedeflemesi Konulu Konferans Açılış Konuşması**, 19 Ekim 2000, (Erişim: www.tcmb.gov.tr)

¹⁴ Peter Stella, “Central Bank Financial Strength, Transparency and Policy Credibility”, **IMF Staff Papers**, Vol.52, No.2, 2005, s.336.

1.3.2.1. Enflasyon Hedeflemesi Uygulayıcısı Olan Merkez Bankasının Bağımsızlık Nedenleri

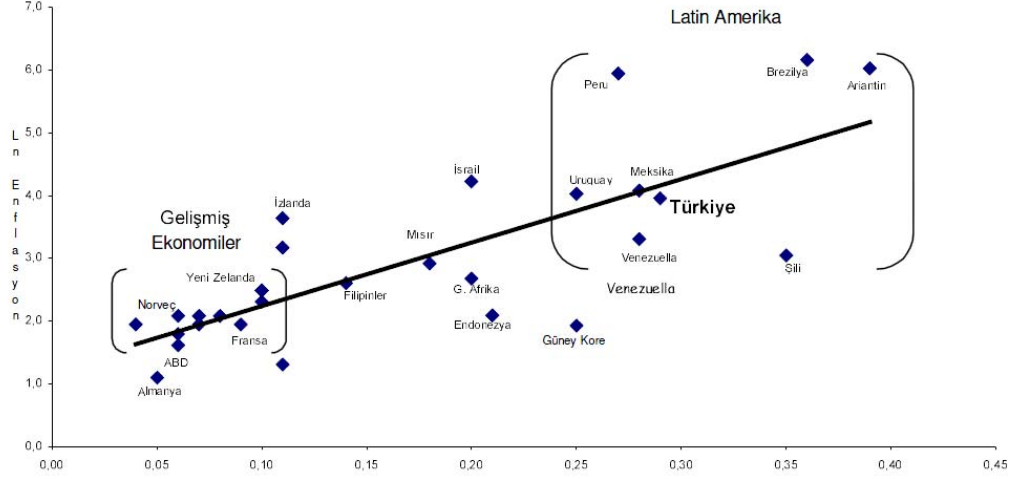
Enflasyon hedeflemesi uygulayıcısı olan merkez bankalarının bağımsızlığıyla ilgili pek çok çalışma yapılmıştır. Cukierman ve arkadaşları¹⁵ 72 ülkenin merkez bankalarının bağımsızlıklarını ele aldığı çalışmada, düşük merkez bankası bağımsızlığı olan ülkelerde yüksek enflasyon sorununun varlığına dikkat çekmiştir.

Alesina ve Summer'in¹⁶ çalışmasında ise Almanya, ABD, Japonya, Hollanda, İsviçre gibi merkez bankasının bağımsızlık endeksinin yüksek olduğu ülkelerde düşük enflasyon oranlarıyla karşılaşılması dikkat çekerken; İspanya, İngiltere, İtalya, Fransa, Yeni Zelanda gibi merkez bankası bağımsızlık endeksinin düşük olduğu ülkelerde ise yüksek enflasyon oranlarının gerçekleştiği gözlemlenmiştir. Pek çok araştırma neticesinde merkez bankası bağımsızlığı ile hedeflenen enflasyon oranına ulaşma arasında negatif bir etkileşim olduğu kanısına varılmıştır. Bu doğrultuda enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayıcısı olan pek çok ülke hükümeti, merkez bankalarının bağımsızlığını artıracak adımlar atmıştır. Örneğin; Arjantin, Şili, Kolombiya ve Meksika gibi Latin Amerika ülkelerinde ve Arnavutluk, Bulgaristan, Macaristan gibi eski sosyalist ülkelerde merkez bankalarının bağımsızlığını artırıcı önlemler alınmıştır. Grafik 1.1'de merkez bankalarının bağımsızlık endeksleri ile ortalama enflasyon oranları karşılaştırılmalı bir şekilde sunulmuştur.

¹⁵ Cukierman Alex, Steven B. Webb ve Bilin Neyaptı. "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes", **The World Bank Economic Review**, Vol. 6, No.3, 1992

¹⁶ Alberto Alesina-Summers H. Lawrance, "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence", **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.25, 1993

Grafik 1.1 Merkez Bankalarının Bağımsızlık Endekslerinin Ülke Enflasyon Oranlarıyla Karşılaştırılması



Kaynak: TCMB, **Merkez Bankası Bağımsızlığı**, (Erişim: www.tcmb.gov.tr), s.7.

Arslan¹⁷ yapmış olduğu çalışmada ele aldığı ülkeleri, AB'ye üye ülkeler, AB'ye yeni üye olmuş ülkeler ve AB'ye üyelik sürecindeki ülkeler şeklinde üç kategoriye ayırmıştır. Daha önceki çalışmaların aksine birinci gruptaki ülkelerin merkez bankaları bağımsızlığı ile enflasyon arasında anlamlı bir ilişki çıkmamaktadır. İkinci gruptaki ülkeleri dahil ettiğimizde ise merkez bankası bağımsızlığı ile enflasyon arasında pozitif bir ilişki ortaya çıktığı görülmüştür. Aynı durum üçüncü gruptaki ülkeler için de gözlemlenmiştir.

Merkez bankalarının bağımsızlığını tehdit eden en önemli unsurlardan biri hükümetlerin sıkça başvurdukları emisyonudur. Hem maliyeti oldukça düşük hem de vergilerin artırılmasındaki gibi oy kaybına yol açmayan bir finansal kaynak olmasından dolayı kolayca başvurulmuş bir yöntemdir. Ancak çok fazla başvurulduğunda ekonomide uzun dönemli istikrarsızlıklara neden olacak ve enflasyonist baskıların yoğunlaşmasını beraberinde getirecektir. Bu da bu aracın siyasal kaygılardan uzak kullanılması gerektiğine dikkat çeker. Öyleyse bağımsız bir merkez bankasına olan ihtiyaç ortaya çıkacaktır. Çünkü “merkez bankası seçmen kitlesiyle yüz yüze gelmediği için daha

¹⁷ Özlem Arslan, “Avrupa Birliği’ni Oluşturan Ülkelerde Merkez Bankası Bağımsızlığı, Enflasyon ve Diğer Makro Ekonomik Büyüklükler Arasındaki İlişkiler: 1980-2001 Dönemi”, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), **TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü**, Eylül 2003

güvenilirdir.”¹⁸ Böylece para arzı merkez bankası tarafından siyasal kaygılardan uzak, daha bağımsız ve kontrollü şekilde yönetilebilir.

Ayrıca istenmeyen ve fiyat istikrarını tehdit eden bir politika aracı kullanımı durumunda buna karşı çıkabilecek, güçlü ve bağımsız bir merkez bankasına ihtiyaç vardır. Diğer bir ifadeyle;

*Eğer fiyat istikrarı ve nihayetinde sürdürülebilir büyüme uzun vadede toplumun refahı ve sosyal adalet için ön şart olarak görülüyorsa, kısa vadeli iyileşmeler için uzun vadeli hedeflerden vazgeçmeyecek, gündelik politik yıpratmanın uzağında kalacak ve dikkati dağılmadan bu hedefi izleyecek bağımsız bir kurum yaratmak toplum için ihtiyaçtır.*¹⁹

1.3.2.2. Merkez Bankasının Çeşitli Bağımsızlık Tanımları ve Bağımsızlık Tercih

Merkez bankalarının bağımsızlıklarının önemi tartışılırken, bağımsızlığını ifade eden çeşitli yaklaşımlar ortaya atılmıştır. Aşağıda oluşturulan Tablo 1.1’de merkez bankası bağımsızlık tanımları altı ayrı şekilde ifade edilmiştir.

Merkez bankası bağımsızlığı, genelde araç bağımsızlığı ve amaç bağımsızlığı şeklinde karşımıza çıkar. Ancak enflasyon hedeflemesi uygulayıcısı olan merkez bankasının politika araçlarına bağımsız şekilde karar verme, politika araçlarını seçme ve uygulama konusunda bağımsız olması beklenirken, ulaşılmak istenen amacın bağımsız merkez bankası tarafından seçilmesi arzulanan bir durum değildir. Söz konusu amaç, ülkenin içinde bulunduğu ekonomik durum ve dünya konjonktürü dikkate alınarak hükümet ve para politikası otoritesi tarafından ortak olarak belirlenmelidir. Zira amaç ülkenin içinde bulunduğu ekonomik ve finansal yapı göz ardı edilerek karar verilemeyecek kadar önemlidir. Yine uygulama açısından da sadece para politikası otoriteleri tarafından değil hükümetin ve kamuoyunun da ortak çabası ile yürütülecektir.

¹⁸ F. Gülçin Özkan, “Who Wants An Independent Central Bank? Monetary Policy – Making and Policy”, **The Scandinavian Journal of Economics**, 102 (4), 2000, ss.621-643, s.622.

¹⁹ TCMB, **Merkez Bankası Bağımsızlığı**, (Erişim: www.tcmb.gov.tr), s.9.

Tablo 1.1 Merkez Bankası Bağımsızlık Tanımları

Yasal Bağımsızlık	Merkez bankası ile hükümet arasındaki ilişkinin yasal düzenleme ile ayrılmasıdır.
Fiili Bağımsızlık	Yasal unsurların ve alışkanlıkların çerçevesinde belirlenen ve uygulama aşamasındaki bağımsızlıktır.
Araç Bağımsızlığı	Hedefe ulaşmak için uygulanan politikada kullanılacak araçların merkez bankası tarafından belirlenmesidir.
Amaç Bağımsızlığı	Ulaşılmak istenen amacın merkez bankası tarafından seçilmesidir.
Ekonomik Bağımsızlık*	Bir merkez bankasının kamu kesimine kredi açması yasal olarak yasaksa o merkez bankasının ekonomik açıdan bağımsız olduğu söylenebilir.
Politik Bağımsızlık*	Politik bağımsızlık merkez bankası başkanının atanma ve görevden alınma biçimi, başkanın görev süresi, merkez bankası yetkilileri ile hükümet temsilcilerinin yasal görüşme sıklıkları, merkez bankasının üst organlarında hükümet temsilcilerinin ne ölçüde buldukları gibi unsurlara bağlıdır.

Kaynak: TCMB, **Merkez Bankası Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı**, 2006, (Erişim: www.tcmb.gov.tr), s.6, *Fatih Özatay, **Parasal İktisat: Kuram ve Politika**, 2.Baskı, Efil Yayınevi, Ankara, Ağustos 2011, s.314.

Öyleyse merkez bankasının bağımsızlığıyla kastedilen durumun araç bağımsızlığı olduğu anlaşılmaktadır. Ancak bu bağımsızlığın sağlanması için yasal desteğin de olması şarttır. Bu yasal desteğin içermesi gereken iki önemli nokta vardır;²⁰

- Merkez bankasının karar alan kurumlarının siyasetçilerden ve siyasetten yalıtımının sağlanması,
- Para politikası araçlarının oluşturulması konusunda merkez bankasına tam bir kontrol yetkisinin verilmesidir.

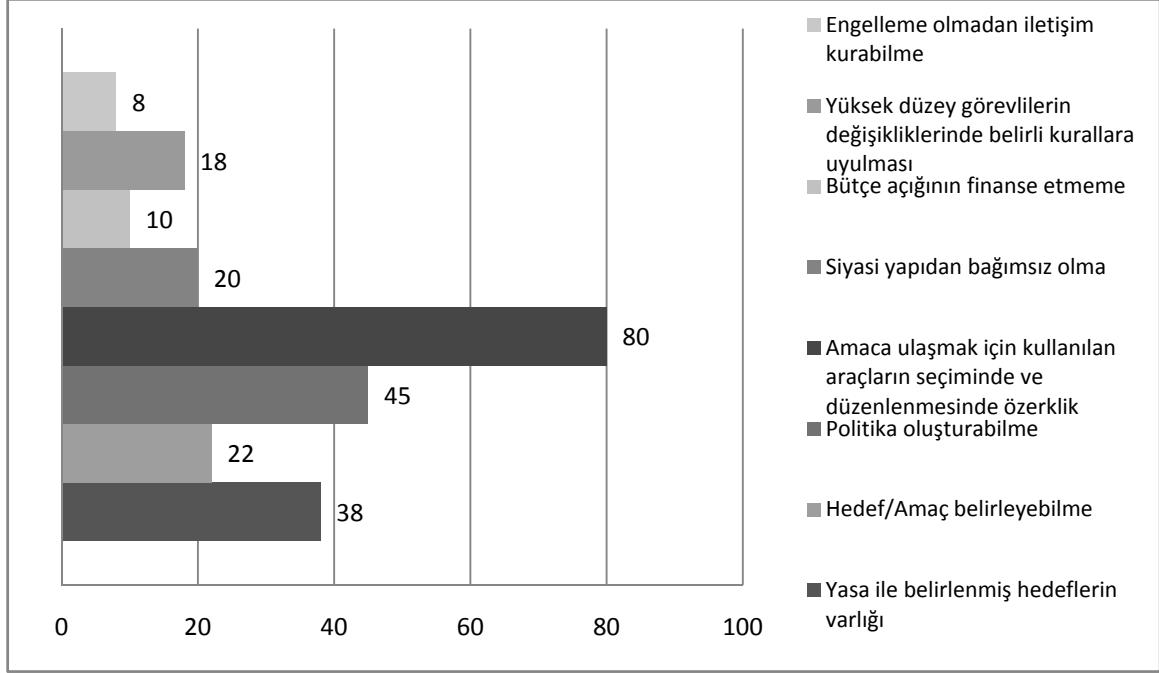
Yukarıda dile getirilenler şu cümleyle özetlenebilir;

Merkez bankası, düşük enflasyon amacını en iyi biçimde gerçekleştireceğine inandığı para politikası enstrümanlarını ayarlama serbestliğine sahip olmalıdır. Enstrüman bağımsızlığı

²⁰ Frederic Mishkin, "Inflation Targeting in Emerging Market Countries", **NBER Working Paper 7618**, Cambridge, March 2000

temel olarak, merkez bankasının kamu bütçesi finansman ihtiyacı tarafından sınırlandırılmamasını ifade etmektedir.²¹

Grafik 1.2 Merkez Bankalarının Bağımsızlık Tercihleri



Kaynak: TCMB, **Merkez Bankası Bağımsızlığı**, (Erişim: www.tcmb.gov.tr), s.10.

Merkez bankası bağımsızlık tanımları bu şekilde yapılırken, Grafik 1.2'deki sonuçlardan merkez bankalarının % 80'ninin bağımsız merkez bankası dendiğinde "amaca ulaşmak için kullanılan araçların seçiminde ve düzenlenmesinde özerklik" tanımını benimsediği ortaya çıkmıştır. Hedef ve amaç belirleyebilme yani amaç bağımsızlığı ise % 22'de kalmıştır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde kamu kesimi borç stokunun yüksek olması ve sürekli hale gelmiş kamu maliyesi açıklarından dolayı artan mali baskınlık, merkez bankalarının para politikalarını amaçtan sapmayacak şekilde ilerlemesini engellemektedir. Ayrıca merkez bankalarının hükümete açtığı avansların gayrisafi yurt iç hasıladaki payının büyümesi de merkez bankası

²¹ Erdem DEMİRHAN, **Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi**, Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No: 231, İstanbul, 2002, s.35.

bağımsızlığının durumu hakkında bilgi verir. Bu nedenle mali baskınlık bağımsız bir merkez bankası için gerekli bir koşuldur.

Bu doğrultuda ülkemizde 25.04.2001 tarihli kanun değişikliği ile TCMB Kanununda TCMB bağımsızlığı için önemli değişikliklere gidilmiştir. TCMB Kanununun 50. ve 51. maddelerinde yer alan sırasıyla *hazineye kısa vadeli avans verme ve kamu müesseselerine kredi verme* yetkileri sınırlandırılmıştır. Bu maddeler 56. maddede şu ifadelerle sabitlenmiştir; “Banka, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarına avans veremez ve kredi açamaz, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarının ihraç ettiği borçlanma araçlarını birincil piyasadan satın alamaz. Banka, bu Kanunla yetki verilen işlemler dışında avans veremez ve kredi açamaz, vereceği avans ve açacağı kredi teminatsız veya karşılıksız olamaz, her ne şekilde olursa olsun kefil olamaz ve doğrudan kendisi ile ilgili işlemler dışında teminat veremez.” Bu durum enflasyon hedeflemesi rejimine daha bağımsız bir merkez bankasıyla geçilmek istendiğinin kanıtıdır.

1.3.3. Mali Baskınlığın Engellenmesi

Pek çok para politikası otoritesi tarafından kabul edildiği gibi başarılı bir enflasyon hedeflemesi politikası için gerekli önkoşullardan biri de mali baskınlığın olmamasıdır. Mali baskınlık, devletin elde ettiği gelirden daha çok harcama yapmasıyla ortaya çıkar. O halde bütçe açığı olarak ifade ettiğimiz bu durum mali baskınlığın nedeni olarak gösterilirken, bütçe açığının büyüklüğü ise mali baskınlığın şiddetini belirlemektedir. Çolakoğlu'nun²² da çalışmasında belirttiği gibi başarılı bir enflasyon hedeflemesinin ön şartı olan mali baskınlığın engellenmesi için sadece para politikaları değil maliye politikalarının da beraberinde uygulanması gerekir. Özatay'a²³ göre ise; sürekli ve yüksek enflasyonun ortaya çıkmasının bir diğer nedeni de toplam talebi sürekli artıran maliye politikasının bir sonucu olarak ortaya çıkan bütçe açıklarıdır. Nitekim ortaya çıkan yüksek kamu açıkları merkez bankalarınca para basılarak yani

²² Bayram Çolakoğlu, “Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş Bağlamında TC Merkez Bankası Bağımsızlığının Fonksiyonelliği”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (4)**, 2002/2, ss.17-31.

²³ Fatih Özatay, **Parasal İktisat: Kuram ve Politika**, 2. Basım, Efil Yayınevi, Ankara, Ağustos 2011

parasal genişleme ile finanse edildiğinden sürekli ve yüksek enflasyon oranları kaçınılmaz olmaktadır. Gül ve diğerlerinin²⁴ ifadesiyle mali baskınlık;

Yüksek düzeydeki kamu borcunun, merkez bankası tarafından belirlenen kısa vadeli faizler ile piyasa faizleri arasındaki ilişkiyi zayıflatarak aktarım mekanizmasının istenildiği gibi çalışmasını engellemesi ve böylece para politikasının etkinliğini azaltması anlamına gelmektedir.

Çolakoğlu çalışmasında mali baskınlığın engellenmesi için gerekli olan koşulları şu şekilde sıralamıştır:²⁵

- Kamunun merkez bankası kaynaklarına çok az veya hiç başvurmamalı,
- Kamunun senyoraj gelir bazı çok olmamalı,
- Mali piyasalar devlet borçlanma araçlarını absorbe edebilecek derinlikte olmamalı.

Özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik yapıları incelendiğinde yeterli mali disipline sahip olmayan finansal yapılar dikkat çekmekte ve kamunun yüksek bütçe açıklarını merkez bankası kaynaklarına başvurarak ya da emisyon yoluyla elde ettikleri senyoraj gelirleri yoluyla kapamaya çalıştıkları görülmekte ve iç borçlanmaya eğilim artmaktadır. Bu durum ise kaçınılmaz olarak ülke parasının değerini düşürerek enflasyonist baskıları tetiklemektedir. Ayrıca iç borçlanmadaki aşırı artışla özel sektör ekonomiden dışlanmakta bu da faiz oranları üzerinde oluşturduğu baskı ile para politikasının etkin bir şekilde uygulanmasını engellemektedir. Nihayetinde mali baskınlığın engellenmesi başarılı bir enflasyon hedeflemesi için kaçınılmaz bir önkoşul haline gelir. Bu merkez bankasının finansal gücü için de gereklidir. TCMB mali baskınlığın engellenmesiyle ilgili olarak kendine Maastricht kriterlerini baz almaktadır. Bilindiği gibi bu kritere göre kamu toplam borç stokunun GSYH'nin % 60'ını ve kamu kesimi açıklarının da GSYH'nin % 3'ünü aşmaması gerekmektedir. Tablo 1.2'te hem

²⁴ Ekrem Gül, Aykut Ekinci ve Arif Argun Gürbüz, **Enflasyonla Mücadelede Enflasyon Hedeflemesi Kavramları İşleyiş ve Türkiye**, Ekin Kitabevi, Bursa, 2006, s.100.

²⁵ Bayram Çolakoğlu, "Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş Bağlamında TC Merkez Bankası Bağımsızlığının Fonksiyonelliği", **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (4)**, 2002/2, ss.17-31, s.23.

kamu kesimi toplam borç stokunun GSYH'ye oranı hem de kamu kesimi açıklarının GSYH'ye oranı verilmektedir.

Tablo 1.2 Türkiye'nin Kamu Borç Stoku ve Kamu Kesimi Borçlanma Gereği Oranları

(%)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
KKTBS/GSYH*	77,9	74	67,7	59,6	52,7	46,5	39,9	40	46,1	42,4	39,4	37,0
KKBS/GSYH	66,4	61,5	55,2	49,1	41,7	34	29,5	28,2	32,5	28,9	22,4	--

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

KKTBS: Brüt Kamu Toplam Borç Stoku

KKBS: Net Kamu Borç Stoku

*AB Tanımlı Borç Stoku

Tablo 1.2'te görüldüğü gibi 2004 yılına kadar kamu toplam borç stokunun GSYH'ye oranı % 60'ın üzerinde seyretmiştir. Daha sonra kademeli olarak 2005 yılında % 52.7'ye düşmüş 2008 yılında % 40 oranında seyretmiş ve en son 2011 yılında % 39.4'e gerilemiştir. Kriz yılları olan 2001 ve 2008 yılı sonrası kamu kesimi borç stokunun GSYH'ye oranındaki artışlar dikkat çekmektedir. 2004 yılı sonrası oranlar düşük olmasa da Maastricht kriterinin sağlandığı görülmektedir. Bu durumun sağlanmasında 2003 yılı başından itibaren yürürlüğe giren, *Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanununun* kabul edilip uygulanmasının büyük payı vardır. Bu yasa ile kamu borçlanması belli bir disiplin altına alınmış ve kamu borçlarının sürdürülebilirliği sağlanmıştır.

1.3.4. Sağlam Finansal Yapı

Enflasyon hedeflemesi rejiminin üçüncü önemli koşulu sığ olmayan, sağlam finansal yapının gerekliliğidir. Nitekim sığ bir finansal sistemin varlığında para politikası araçları istenildiği gibi kullanılamayacak ve zaman tutarsızlığı ortaya çıkacaktır. Bu durum “merkez bankasının açık piyasa işlemlerini gerçekleştirme kabiliyetini de sınırlandırmaktadır.”²⁶ Bunun yanı sıra “mali piyasaların kullanılan

²⁶ Bayram Çolakoğlu, a.g.m., s.20.

parasal araçlara yeterli hızda tepki verememesi ise, enflasyon hedeflerinden sapmalara yol açmaktadır.”²⁷

Türkiye'nin içinde bulunduğu finansal yapıya baktığımızda, 1980'li yıllarda uygulanmaya başlanan yapısal uyum ve serbestleşme politikalarının istenildiği ölçüde ve doğrultuda finansal sistemi liberalleştirmedeği ve yatırımları teşvik edemediği gözlenmiştir. Aksine ekonominin dışa bağımlılığını artırmış ve en ufak bir dalgalanmada nem kapar hale getirmiştir. Bu dönemi tanımlayan üç ana unsur vardır;²⁸

- Finansal serbestleşme çerçevesinde geliştirilen araçların çoğunluğunu kamu kesimi açığının finanse edilmesi için yaratılan menkul kıymet değerlerinden oluşturulması,
- TL'nin yabancı para birimleri ile ikamesinin doğurduğu tehdit (dolarizasyon),
- Spekülatif kısa vadeli sermaye hareketlerinin ulusal finans piyasalarında ve giderek reel ekonomide neden olduğu istikrarsızlık.

1990'lı yıllara gelindiğinde ise bozulan ekonomik dengelere 1999 yılı sonrasında itibaren “Enflasyonu Düşürme Programı” çerçevesinde müdahale edilmiştir. Bu müdahalenin gerekçesi TCMB tarafından 2001 Mali Raporunda şu şekilde açıklanmıştır; “Kamu finansman dengesinin bozulması ve reel faizlerin yüksek seviyesini koruması nedeniyle borç stokunun yükselmesi, enflasyonun hızlanma eğilimine girmesi ve ekonomik daralmanın sürmesi 2000 yılında orta vadeli kapsamlı bir programın uygulanması ihtiyacını ortaya çıkarmıştır.”

Doğruel ve Doğruel'e²⁹ göre, “Bu program döviz kuruna dayalı olarak enflasyonu kontrol etmeyi amaçlıyordu.” 12 aylık dönemler şeklinde döviz kurunun her ay hangi oranda artacağı Merkez Bankası tarafından kararlaştırılıp açıklanıyordu. Söz konusu politika özelleştirme, sıkı maliye politikası ve üç yıllık bir anlaşma ile 4 milyar dolarlık

²⁷ Bahar Şanlı, “Enflasyon Hedeflemesi Uygulamaları ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi”, **Manas Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı:10, 2006, ss. 37-56, s.40.

²⁸ Erinç Yeldan, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi-Bölüşüm, Birikim ve Büyüme**, İletişim Yayınları, 15. Baskı, İstanbul, 2011, s.129.

²⁹ Fatma Doğruel-A. Suut Doğruel, “Türkiye’de Enflasyon Tarihi”, TCMB İdare Merkezi İletişim Genel Müdürlüğü, **Türkiye Ekonomik ve Toplumsal Tarih Vakfı**, Ankara, Aralık 2005, s.209.

IMF kaynaklı fon ile desteklenmesine rağmen istenilen sonuca ulaşamamış ve likidite sıkıntısı aşılamamıştır.

2000 yılı Kasım ayında dengelerin bir anda değişmesi ile oluşan kriz döneminde hedeflenen döviz kuru oranları ancak IMF’de sağlanan ek gelirler ile tutturulabildi. 2001 yılında da devam eden bu politika için 10 milyar dolarlık bir kaynak daha alındı. Ancak bu durum Türkiye’nin finansal yapısını ve bankaları daha da çıkmaza soktu. 2001 yılından itibaren uygulanan yeni politikada ise döviz kuru hedeflemesi terkedilerek, nominal çapa olarak TCMB’nin parasal tabanı seçildi.

2000’li yıllara gelindiğinde Türkiye’yi 2001 yılında bankacılık krizine sürükleyen finansal yapıyı bu şekilde tanımlamak mümkündür. Bu süreçten sonra ortaya çıkan mali baskınlık ve yüksek enflasyon sağlam olmayan finansal yapının varlığıyla yakından alakalıdır. “Finansal sistemde sorunlu bankalar varsa, merkez bankası için öncelikli amaç finansal sistemi korumak olacaktır.”³⁰ Nitekim öyle de olmuştur. Böyle bir durum da fiyat istikrarının merkez bankası tarafından öncelikli amaç olarak kabul edilmesi mümkün değildir. Böylece enflasyon hedeflemesi politikasının uygulanabilmesi için finansal sistemin sorunlarından arındırılıp güçlendirilmesi önemli ön koşullar arasında yer alır.

1.4. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Uygulanması

Enflasyon hedeflemesi politikası uygulanmaya başlamadan önce belirlenmesi gereken unsurlar vardır. Bunlar; uygulanan politikada hedeflenecek enflasyon oranı, hedeflenen orana karar verecek karar organı, dikkate alınması gereken enflasyon ölçütü ve uygulamanın nasıl olması gerektiği gibi unsurlardır.

- **Enflasyon Hedeflemesinde Karar Organı:** Enflasyon hedeflemesi rejimi rakamsal olarak belirlenen enflasyon hedefinin açıklanması ile başlar. Bu hedefin belirlenmesinde karar organı ülkeden ülkeye değişiklik gösterebilir. Kimi ülkelerde hükümet kimi ülkelerde merkez bankası kimi ülkelerde ise hem hükümet hem de merkez bankasının ortak çalışmaları sonucunda belirlenir. Tablo 1.3’te bu durum açıkça gözlenmektedir.

³⁰ Fatih Özatay, **Parasal İktisat: Kuram ve Politika**, 2. Basım, Ağustos 2011, Efil Yayınevi, Ankara, s.397.

Tablo 1.3 Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Belirleyicisi

Hükümet	Güney Afrika, İngiltere, İsrail, Norveç, Endonezya
Merkez Bankası	Çek Cum., İsveç, Slovak Cum. Kore, Polonya, Şili, Tayland, Meksika
Hükümet + Merkez Bankası	Avustralya, Brezilya, Filipinler, İzlanda, Kanada, Kolombiya, Macaristan, Peru, Romanya, Türkiye, Yeni Zelanda

Kaynak: TCMB, **Merkez Bankası Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı**, 2006, (Erişim: www.tcmb.gov.tr)

Ülkemizdeki uygulama ise şu cümle ile anlaşılmaktadır; “Banka, hükümetle birlikte enflasyon hedefini tespit eder, buna uyumlu olarak para politikasını belirler. Banka, para politikasının uygulanmasında tek yetkili ve sorumludur.”³¹

• **Enflasyon Hedefinin Türü:** Tüketici fiyat endeksi (TÜFE) ve GSMH deflatörü politika uygulayıcıları tarafından en sık tercih edilen ölçüdür. TÜFE halk tarafından daha rahat anlaşılacağı için genelde tercih edilmektedir. Ancak TÜFE pek çok mal ve hizmetin fiyatlarındaki değişimleri yansıttığı için bazı sorunlara neden olabilmektedir. Öyle mal ve hizmetler vardır ki geçici arz şoklarına karşı oldukça duyarlı olduğu için sık sık fiyat değişimlerine maruz kalmaktadır. Bu durumun uzun vadede geçici olduğunu bilen politika yapıcılar, bu gibi mal ve hizmetlerin enflasyon oranlarının hesaplanmasındaki olumsuz etkilerinden arındırılarak hesaplanan çekirdek enflasyon göstergelerini kullanmaktadır.

Örneğin; Yeni Zelanda, dolaylı vergilerde ve ithalat ya da ihracat fiyatlarında meydana gelecek dalgalanmalar ile faiz maliyetlerindeki değişiklikleri barındırmayan çekirdek enflasyon göstergelerini kullanmıştır. Bir başka örnek olan Kanada’da gıda ve enerji

³¹ TCMB, TCMB Kanunu, (Erişim: www.tcmb.gov.tr)

fiyatları ile dolaylı vergilerin etkilerinin arındırıldığı çekirdek enflasyon göstergeleri kullanılmıştır.

- **Enflasyon Hedeflemesinin Ölçüsü:** Düşük enflasyona sahip ekonomik büyüme üzerine politikalarını geliştiren bir ülkede enflasyon hedefi % 1 ile % 3 olarak belirlenmektedir. Çünkü daha yüksek enflasyon oranları ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkilere sahiptir. Ayrıca toplumda refah, üretimde ise etkinlik kaybına sebep olmaktadır. Bu durumda sıfır enflasyon da arzulanan bir hal değildir. Çünkü fiyat istikrarı; ekonomik birimler tarafından dikkate alınmayacak kadar küçük ölçüde enflasyonu barındırmaktadır. Yani fiyat istikrarı hiçbir zaman sıfır enflasyon anlamına gelmez. “Genellikle % 2’ye tekabül eden fiyat değişiklikleri istikrarlı fiyatın ölçüsü olarak kabul edilirler.”³² Bu durumda sıfır enflasyon oranı pek de gerçekçi gözükmemektedir. “Son zamanlarda yapılan pek çok araştırmada resmi TÜFE oranlarının gerçek enflasyon oranlarını yansıtmadığını ileri sürmüştür. ABD için yıllık % 2’ye % 0.5 puanlık bir sapma olduğu gözlenmiştir. O halde enflasyon hedeflemesi politikası, enflasyon oranı için sadece bir tavan değil aynı zamanda zemin oluşturur.”³³ Tablo 1.4’te enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerin hedeflediği enflasyon oranları ya da aralıkları verilmektedir.

³² Frederic S. Mishkin- Ben S. Bernanke, “Inflation Targeting: A New Framework For Monetary Policy?”, **National Bureau Of Economic Research, Working Paper 5893**, January 1997, s.3.

³³ Bernanke Ben- Frederic Mishkin, “Inflation Targeting: A New Framework For Monetary Policy?”, **The Journal of Economic Perspectives**, Vol.11, No.2, Spring 1997, ss.97-116, s.110.

Tablo 1.4 Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Hedeflenen Enflasyon Oranları/Aralığı

SÜREKLİ/ORTA VADELİ HEDEF UFKU	1-3 YILLIK HEDEF UFKU
Avustralya, Çek Cumhuriyeti, İngiltere, İsrail, İsveç, İzlanda, Kanada, Meksika, Norveç, Peru, Polonya, Tayland, Yeni Zelanda	Brezilya, Endonezya, Filipinler, Güney Afrika, Kolombiya, Kore, Macaristan, Romanya, Slovak Cumhuriyeti, Şili, Türkiye

Kaynak:TCMB, **Merkez Bankası Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı**, 2006, (Erişim: www.tcmb.gov.tr)

• **Bant Hedef ve Nokta Hedef Uygulaması:** Enflasyon hedeflemesi rejiminde karşılaşılan dördüncü sorun; enflasyon hedefinin nokta hedef ya da hedef aralığı (koridoru-bandı) şeklinde ilan edilmesiyle ilgilidir. Enflasyon hedeflemesinin nokta hedef olarak ilan edilmesi politika uygulayıcıları açısından sakıncalıdır. Söz konusu hedef tek bir oran olarak açıklandığında, bu hedefe ulaşmak çoğu zaman imkansızdır. Özellikle ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkeler, petrol ve enerji fiyatları, kamudaki fiyat ayarlamaları, vergilerdeki değişiklikler gibi para politikasının dışında gelişen unsurlardan çok sık etkilenmekte ve bu da enflasyonda dalgalanmalara neden olmaktadır. Bu yöntemi kullanan ülkeler nokta hedef etrafında belli bir aralık belirleyerek olabilecek aşırı sapmalara karşı bir sınır koymuş olacaktırlar. Bu aralığa **belirsizlik, güven** ya da **hoşgörü aralığı** denmektedir ve bant hedeflemesi ile aynı kavram değildir.

Nokta hedef ile bant hedef seçimi arasındaki en önemli fark; nokta hedefte istenen oranın tutturulması hedeflenirken; bant hedefte açıklanan bant aralığı içinde kalındığı sürece politika uygulayıcıları başarılı ilan edilir.

Enflasyon hedeflemesinde, hedeflenen oranlar tespit edilirken her koşul ya da belirleyici doğru şekilde tahmin edilmeyebilir. Bu nedenle enflasyon hedefinin hedef aralığı (bandı-koridoru) şeklinde ilan edilmesi daha doğru olacaktır. Ancak söz konusu aralığın genişliği de önem arz eder. Dar bir enflasyon bandı tercih edildiğinde; merkez

bankasının enflasyonu düşürme konusunda ciddi olduğu algılanırken, bu durum merkez bankasının kredibilititesini artırır. Ancak fiyat istikrarı, geçici arz şokları nedeniyle sık sık bozuluyorsa bu durum merkez bankasına olan güveni ve inancı zedeleyecektir. Bunun yerine geniş bir bant uygulamasının seçilmesi politikanın kredibilititesini azaltabileceği gibi yürütülen politikaya duyulan güveni de azaltacaktır.

Tablo 1.5 Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Hedeflerin İlan Şekli

NOKTA HEDEF BELİRLEYEN ÜLKELER	Brezilya, Çek Cumhuriyeti, Endonezya, İngiltere, İsveç, İzlanda, Macaristan, Meksika, Norveç, Peru, Polonya, Romanya, Türkiye
BANT HEDEF BELİRLEYEN ÜLKELER	Avustralya, Filipinler, Güney Afrika, İsrail, Kanada, Kolombiya, Kore, Şili, Tayland, Yeni Zelanda
ÜST SINIR BELİRLEYEN ÜLKELER	Slovak Cumhuriyeti

Kaynak: TCMB, Merkez Bankası Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı, 2006, (Erişim: www.tcmb.gov.tr)

- **Hedefleme Süresinin Belirlenmesi:** Enflasyon hedeflemesi rejiminde karşılaşılan diğer sorun politika zaman uzunluğunun saptanmasıdır. Bu zaman aralığına hedefleme süresi denmektedir. “Hedefleme süresi, hedeflenen enflasyonun ilan edildiği dönem başlangıcı ile hedefin gerçekleştirilmesinin beklenildiği dönem arasındaki süreyi ifade etmektedir.”³⁴ Yani oluşturulan hedefe ulaşmak için enflasyonu düşürme hızının ne olacağı ayarlanmasıdır. Bu noktada belirleyici unsur enflasyonu düşürmenin geçiş maliyetidir.

Eğer politika başlangıcında enflasyon oranı, hedeflenen enflasyon oranından çok yüksekse para politikasının enflasyon oranları üzerindeki gecikmeli etkileri dikkate

³⁴ Ekrem Gül, Aykut Ekinci ve Arif Argun Gürbüz, **Enflasyonla Mücadelede Enflasyon Hedeflemesi Kavramları İşleyiş ve Türkiye**, Ekin Kitabevi, Bursa, 2006, s.67.

alınarak hedefleme süresi uzun tutulmalıdır. Unutulmaması gerekir ki; bu süre olması gerekenden uzun olduğunda, ileriye dönük ekonomik kararlarda ve tahminlerde belirsizliklere neden olacağı gibi, bu durum ekonomik ajanlar arasında asimetrik enformasyona da neden olacaktır. Şayet politika başlangıcında enflasyon oranı, hedeflenen enflasyon oranından çok farklı değilse söz konusu süre kısa tutulacak ve hedeflenen oranlara daha çabuk ulaşılacaktır. Ancak yine bu sürenin olması gerekenden kısa tutulması yanlış anlaşılmalara neden olacağı için ülke ekonomisinin içinde bulunduğu durum doğru analiz edilmeli, bu analiz esnasında ekonominin temel göstergeleri dikkate alınmalı ve optimal bir hedef ve bu hedefe ulaşmak için optimal bir süre tespit edilmelidir.

1.5. Enflasyon Hedeflemesinin Avantajları

Enflasyon hedeflemesi daha önce uygulanan sabit döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme gibi politikaların aksine bazı avantajlara sahiptir. Bu avantajlar aşağıdaki gibi sıralanabilir.

- Enflasyon hedeflemesi, para politikasının uygulama aşamasında karşılaşılabileceği yurtiçi şokları ve ekonominin genel konjonktürünü dikkate alarak hareket edilmesine olanak tanıyan esnek bir para politikasıdır. Bunu özellikle 2008 küresel finans krizinden sonra görmek mümkündür. Finansal sistemden kaynaklanan kırılganlıkları engellemek için yeni bir takım politika araçları devreye sokulmuş ve fiyat istikrarından finansal istikrara doğru politika uygulaması açısından bir esneklik sağlanmıştır.
- Zaman tutarsızlığı probleminden kaçınılmaya yardımcı olur. “Zaman tutarlı bir politika, otoritelerin bugün için planladığı ve ilan ettiği bir politikayı gelecek dönemde değiştirmedeği zaman ortaya çıkmaktadır.”³⁵ Bilindiği gibi enflasyon hedeflemesi politikasının temel özelliklerinden biri politika uygulayıcılarının belirlenen hedefe ulaşacaklarına inanmaktır. Kamuoyunun ilan edilen hedefe inanması ve politika uygulayıcılara bu konuda duyulan güvenin sarsılmaması için uygulama süresince hedefe ulaşma doğrultusunda esnek bir politika güdülerek hedefe ulaşma amaçlanmaktadır.

³⁵ Hülya Kanalcı Akay, “Para Politikasında Zaman Tutarsızlığı”, **İktisat Fakültesi Mecmuası**, Cilt:56, Sayı:2, 2006, ss.141-162, s.142.

- Enflasyon hedeflemesi rejimi ile uygulanan politika hakkında şeffaflık ve hesap verebilirlik kriteri çerçevesinde kamuoyu düzenli olarak bilgilendirilmektedir. Merkez bankası;

- Enflasyon hedeflemesinin gerekçesi de dahil olmak üzere para politikasının amaçları ve sınırları,
- Enflasyon hedeflerinin sayısal değerleri ve bunların nasıl belirlendiği,
- Veri ekonomik koşullar altında enflasyon hedeflerine nasıl ulaşılacağı,
- Hedeften herhangi bir sapmanın nedenleri, çerçevesinde kamuoyunu bilgilendirmektedir.³⁶

Böylece önceden ilan edilen politika faiz oranlarıyla iktisadi birimler yönlendirilerek, ileriye yönelik belirsizlikler engellenecek ve yatırımların yapılması konusunda daha güvenli bir ortam oluşturulmuş olacaktır.

- Enflasyon hedeflemesi rejimi, merkez bankasının sorumluluğunu artırmaktadır. Bu durumun en iyi örneği Yeni Zelanda'dır. Oluşturulan hedeflere üçer aylık dönemde bile ulaşamaması durumunda hükümetin, merkez bankası başkanını görevden alma yetkisi bulunmaktadır. Ya da buna gerek kalmadan başkan kendisi istifa eder. Merkez bankasının kamuoyunu sürekli bilgilendirmesi ve uyguladığı politikaları açıkça belirtmesi nedeniyle merkez bankasının sorumluluğu şeffaflıkla paralel olarak artmaktadır.

Pek çok iktisatçı tarafından yapılan ampirik uygulamalarda “enflasyon hedeflemesi uygulayanların henüz diğer para politikalarını benimsemiş endüstriyel ülkelerin enflasyon seviyelerine ulaşamadığını gösterir.”³⁷ Erdoğan vd.’lerinin³⁸ yaptığı çalışmada ise enflasyon hedeflemesi ile büyüme arasında doğrudan bir ilişkinin

³⁶ S. Frederic Mishkin, **Para Teorisi-Politikası**, (Çev. İlyas Şıklar, Ahmet Çakmak, Suat Yavuz), Bilim Teknik Yayınevi, s.154.

³⁷ Gerald Epstein-A.Erinç Yeldan, “Beyond Inflation Targeting: Assessing the Impacts and Policy Alternatives”, **Beyond Inflation Targeting: Assessing the Impacts and Policy Alternatives**, Edward Elgar Publishing, 2009, ss.3-28, s.8.

³⁸ Seyfettin Erdoğan ve diğerleri, “Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Makroekonomik Performans Üzerinde Etkili midir?”, **Maliye Dergisi**, Sayı:159, Temmuz-Ağustos 2010, ss.103-118, s.105.

olmadığı ifade edilmiş ancak enflasyon oranları ve enflasyon dalgalanmalarında düşme eğiliminin olduğu ifade edilmiştir.

“Bernanke’ye³⁹ göre enflasyon hedeflemesi sahip olduğu ‘zorunlu ihtiyatlılık’ kavramıyla para politikasında uygulanması mecbur olan ‘kural’lar ve kullanabilme kabiliyeti merkez bankasına ait olup, ‘ihtiyatlılık’ kavramı ile karşılık gören politika araçları arasındaki sıkıntıyı çözer. Şeffaflık ve güvenilirliği artırıcı politikaların yanı sıra, merkez bankasına politika uygulayıcısı olarak tanınan bağımsızlık ile enflasyon hedeflemesi politikası belli kurallara oturtulmuş ancak sıkı sıkıya bu kurallara bağlı olmayan ve politika uygulayıcılara uygulama aşamasında esneklik tanıyan bir ‘çerçeve’ çizilmiştir. Bu politika çerçevesi şöyle ifade edilmiştir; “ihtiyari para politikası olmasına rağmen politikanın tutarlılığı ve şeffaflığı artarken hala oldukça esnektir.”⁴⁰

1.6. Enflasyon Hedeflemesinin Dezavantajları

Enflasyon hedeflemesiyle ilgili en önemli dezavantajlardan biri; merkez bankasının kontrolü dışında oluşan şokların fiyatlar genel seviyesini etkilemesidir. Uzun dönemde fiyat seviyeleri tahmininde büyük dalgalanmaların yaşattığı olumsuzlukların yanı sıra özel sektörün planlarında da belirsizlikten dolayı aksaklıklar yaşanır.”⁴¹

Enflasyon hedeflemesi rejiminde uygulanan politikalar merkez bankasının kontrolünde tavizsiz ve katı bir şekilde yürütülür. Bu Friedman ve Kuttner’in enflasyon hedeflemesi politikasını kuralcı bir politika olarak adlandırmasıyla açıklanabilir.

Enflasyon hedeflemesi uygulamalarındaki büyük endişelerden biri de düşük ekonomik büyüme oranlarıyla karşılaşılma olasılığıdır. Teorik olarak bilindiği gibi düşük enflasyonun maliyeti Phillips eğrisinde de açıklandığı gibi yüksek işsizlik oranlarıdır. Ayrıca üretim seviyesinin kısılmasıdır. Ancak enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan pek çok ülkede (Yeni Zelanda gibi) enflasyon oranlarının

³⁹ Bernanke Ben, “Inflation Targeting: A New Framework For Monetary Policy”, **NBER Working Paper Series**, Cambridge: NBER, 1997, s.6dan aktaran Ronald Turnet, “Inflation Targeting: Lessons From Known Targeters”, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, University of Delaware, 2007, s.12-13.

⁴⁰ Bernanke Ben- Frederic Mishkin, “Inflation Targeting: A New Framework For Monetary Policy?”, **The Journal of Economic Perspectives**, Vol.11, No.2, Spring 1997, s.97-116, s.98.

⁴¹ Bernanke Ben, Frederic Mishkin, a.g.m., s.99-100.

düşürülmesinden sonra düşük enflasyon seviyelerinde beklenen olmamış aksine reel ekonomik büyümenin teşvik edildiği söylenmiştir.

1.7. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Yayılması

1971’de altın standardı uygulaması resmen dağıldığında söz konusu boşluğu doldurabilmek için ülkeler yeni politika arayışı içine girmişlerdir. Para politikası arayışları devam ederken tartışmalar iki temel görüş çerçevesinde gelişmiştir. İlki Keynesyen görüşte olduğu gibi politika uygulayıcısının para politikasında ihtiyari hareket etmesi, ikincisi ise Monetarist görüşte olduğu gibi bazı kuralların dikkate alınması şeklindedir. Bu noktada iki görüş bulunmaktadır. Birincisi politika uygulayıcısının tıpkı Keynesyen görüşte olduğu gibi ihtiyari hareket etmesi, ikincisi ise Monetarist görüşte olduğu gibi bazı kuralları dikkate alarak hareket etmesidir. Keynesyen görüşte para politikası uygulayıcıları ekonomi ile ilgili bütün bilgilere sahip olduğundan uygulanabilecek politikada da seçim özgürlüğüne sahip olduklarını düşünürler. Ancak Monetaristler ekonomi hakkında bütün bilgiye sahip olamayacaklarını bu nedenle belli kurallar çerçevesinde para politikasının değiştirilmesi gerektiğine inanırlar. Bu nedenle Monetaristler, Keynesyenlerin eksik enformasyon nedeniyle yanlış politikalar yürüttüklerini, bunların da ekonomide sorunlara neden olacağını savunurlar.

1980’li yıllarda liberalleşme politikalarıyla birlikte para politikasının temel amacı fiyat istikrarı olmuş ve böylece para politikasında güvenilirlik ön plana çıkmıştır. Bu doğrultuda ekonominin genel durumuyla ilgili doğru ve gerekli bilgiyi sağlayacak para arzı, döviz kuru, faiz oranları gibi bir takım ara hedefler seçilmeye karar verilmiştir. Ancak bunlardan hiçbiri uzun vadede başarılı ve istikrarlı göstergeler olmamıştır. “Bu değişkenlerin nihai hedef enflasyonla ilişkisinin zamanla zayıflaması ya da bütünüyle kopması sağlıklı bir gösterge olma özelliklerinin kaybolmasına neden olmuştur.”⁴²

Örneğin para talebindeki istikrarın bozulması ile para arzının nominal çıpa olarak kullanılması zorlaşmıştır. Döviz kuru ise takip edilmesi kolay ve anlaşılır olmasına rağmen içsel ve dışsal şoklara karşı esnekliğinin zayıf olmasından dolayı (örneğin

⁴² Suat Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi: Para Politikasının Güvenirliği ve Fiyat İstikrarı**, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1998, s.7.

spekülatif sermaye hareketlerine karşı yüksek duyarlılığı) önemini azaltmıştır. Döviz kurunun çıpa olarak kullanıldığı politikalar özellikle kriz dönemlerinde sıkıntılara neden olur. Çünkü “faiz oranları ve döviz kurlarını yüksek ve değişken enflasyon ortamında değerlendirmek zorlaştığından dolayı, para veya kredi ölçümlerine atfedilen politik ve analitik önem artış göstermiştir.”⁴³ Yeni oluşan duruma göre çıpanın yeniden belirlenebilmesi için de en uygun zaman kollanmalıdır. Bu da oldukça güçtür. Özellikle 1970-73 petrol krizi ve 1978-79 yıllarında ikinci kez yaşanan şok neticesinde artan fiyatlar pek çok ülkenin politikasının ortaya çıkmasında belirleyici olmuştur. Fiyat istikrarını sağlamak, enflasyonu düşürmek adına OECD ülkeleri tarafından ara hedefler ilan edilmiştir. Ancak tüm bu önlemler uzun dönemde fiyat istikrarını sağlamak için yetersiz kalmıştır.

Bernanke ve Mishkin tarafından enflasyon hedeflemesi politikasının popülaritesinin artmasının nedenleri, aktivist politikalara güveni azaltan makroekonomi teorisindeki gelişmeler olarak görülmüştür. Para politikasının genel kabul görmüş düşüncesi olan çıktı ile enflasyon arasındaki ilişkinin olmayıp, para politikasının uzun dönemde sadece fiyatlar genel seviyesi üzerinde etkili olduğu ve güvenilirlik gibi kavramların önem kazandığı yaklaşımlarla birlikte enflasyonun uzun dönemde ekonomik büyümeyi ve verimliliği teşvik etme düşünceleri ön plana çıkmıştır.

1989’da Yeni Zelanda hükümeti enflasyon hedeflemesi adında yeni bir politikaya geçtiklerini açıklamıştır. Bu politika açık performans ölçüleri ve hesap verebilirlik üzerine oturtulmuş şeffaf bir politika olarak nitelendirilmiştir. Yeni Zelanda’dan sonra enflasyon hedeflemesi politikası hızla yayılmaya başlamıştır. 1991’de İngiltere, 1993’te İsveç ve Finlandiya, 1994’te Avustralya ve İspanya enflasyon hedeflemesi uygulayan diğer ülkeler arasına girmiştir. Ayrıca İsrail, Şili ve Brezilya’da da enflasyon hedeflemesi uygulamasına başlanmıştır. “Dünyada enflasyon hedeflemesi yönünde bir modanın oluşmasında özellikle Latin Amerika, Brezilya, Şili, Kolombiya ve Meksika’nın döviz kuru hedeflerini ya da bantlarını terk ederek ve esnek döviz kuru rejimine geçmelerinde etkili olurken, bu ülkelerle birlikte bazı eski demir perde ülkeleri

⁴³ Erdem DEMİRHAN, **Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi**, Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No: 231, İstanbul, 2002, s.27.

(Çek Cumhuriyeti, Polonya), Güney Amerika ve Tayland da para politikalarını enflasyon hedeflemesi çerçevesinde yürütmeye başlamışlardır.”⁴⁴

Aşağıdaki Tablo 1.6 ve Tablo 1.7’de enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin politikaya başlangıç yılı, hedeflemede dikkate alınan ölçü ve hedef oranı/aralığı gösterilmektedir.

Tablo 1.6 Gelişmiş Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Uygulanması

ÜLKELER	BAŞLANGIÇ YILI	HEDEFİN ÖLÇÜSÜ	HEDEF ORANI/ARALIK
AVUSTRALYA	1993Q2	Çekirdek TÜFE*	%2-3
KANADA	1991Q1	Çekirdek TÜFE**	%1-3
FİNLANDIYA	1993	Çekirdek TÜFE***	%2(+/-1)
İSPANYA	1995	TÜFE	%3 ’ün altı
YENİ ZELANDA	1990Q1	Çekirdek TÜFE****	%1-3
İSVEÇ	1993Q1	TÜFE	%2(+/-1)
İSVİÇRE	1999	TÜFE	%2
İZLANDA	2001Q1	TÜFE	%2,5(+1,5+3,5)
NORVEÇ	2001Q1	TÜFE	%2,5(+/-1)

Kaynak: Metin Özdemir, “Enflasyon Hedeflemesi Teorisi: Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanabilirliği ve Türkiye” (Doktora Tezi), Ünal Aysal Tez Değerlendirme Yarışma Dizisi, İstanbul 2007, s.309., Gerald Epstein, A. Erinç Yeldan, “Beyond Inflation Targeting: Assessing the Impacts and Policy Alternatives”, **Beyond Inflation Targeting: Assessing the Impacts and Policy Alternatives**, Edward Elgar Publishing, 2009, ss.3-28, s.6.

*faiz ödemeleri ile enerji, petrol, meyve-sebze ve kamu kesiminin fiyatları ve diğer dalgalı fiyatlar hariç

**gıda ve enerji fiyatları ile dolaylı vergilerin etkileri hariç

***hükümetin sübvansiyonları, dolaylı vergiler, konut fiyatları ve ipotek faiz ödemeleri hariç

****dolaylı vergilerde ve ithalatta ya da ihracat fiyatlarında meydana gelecek önemli dalgalanmalar, faiz maliyetleri ve doğal afetler hariç

⁴⁴ S. Frederic Mishkin, **Para Teorisi-Politikası**, (Çev. İlyas Şıklar, Ahmet Çakmak, Suat Yavuz), Bilim Teknik Yayınevi, s.166.

Tablo 1.7 Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Uygulanması

ÜLKELER	BAŞLANGIÇ YILI	HEDEFİN ÖLÇÜSÜ	HEDEF ORANI/ARALIK
BREZİLYA	1999Q2	TUFE	%4.5(+/-2)
İSRAİL	1997Q2	TUFE	%1-3
ÇEK CUMHURİYETİ	1998Q1	TUFE	%3(+/-1)
FİLİPİNLER	2002Q1	TUFE	%5-6
GÜNEY AFRİKA	2000Q1	TUFE	%3-6
GÜNEY KORE	2001Q1	Çekirdek TUFE	%2.5-3.5
KOLOMBİYA	1999Q3	TUFE	%2-4
MACARİSTAN	2001	TUFE	%7(+/-1)
MEKSİKA	2001Q1	TUFE	%3(+/-1)
PERU	2002Q1	TUFE	%2.5(+/-1)
POLONYA	1998	TUFE	<=9,5
ŞİLİ	1991	TUFE	%15-20
TAYLAND	2000	Çekirdek TUFE	%0-3,5

Kaynak: Ekrem Gül- Aykut Ekinci- Arif Argun Gürbüz, **Enflasyonla Mücadelede Enflasyon Hedeflemesi Kavramları İşleyiş ve Türkiye**, a.g.e., s.114.

1.8. Modern Enflasyon Hedeflemesi

TCMB klasik enflasyon hedeflemesi çerçevesinde temel görevini her ne kadar fiyat istikrarı olarak vurgulasa da, TCMB Kanununda sıralanan görevler arasında “finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almak” maddesi yer almaktadır. Özellikle 2008 küresel finans krizi ile klasik enflasyon hedeflemesi politikasının yetersiz kaldığını gören para politikası otoriteleri, kendilerini bu süreçten kurtaracak yeni stratejiler aramıştır. TCMB da yine bu dönemde uygulamada olan para politikasını gözden geçirmiş ve kendine yeni bir para politikası çerçevesi oluşturmuştur. Bu dönem pek çok iktisatçı tarafından da tartışılmış ve enflasyon hedeflemesinin küresel finans krizinden çıkmak için yetersiz kaldığı dile getirilmiştir. Küresel krizin neticelerinden biri de; “finansal istikrarın göz ardı edilmesinin orta ve uzun vadede makroekonomik istikrarı ve fiyat istikrarını tehdit

edeceğidir.”⁴⁵ Böylece finansal kriz sürecinde gündeme gelmeye başlayan “finansal istikrar” kavramına yapılan vurgular gün geçtikçe artmıştır. Bu çerçevede şekillenen para politikası, bir konferansta⁴⁶ TCMB Başkanı Erdem Başçı tarafından “modern enflasyon hedeflemesi” olarak adlandırılmıştır.

*Sanal fiyat kabarcıklarının çöküşü ve uluslararası varlık fiyatlarında yapılan düzenleme sonrası ortaya çıkan durum, merkez bankalarının sadece fiyat istikrarını dikkate almasının yüksek finansal istikrarsızlıkla ilişkili olduğunu ortaya çıkarmıştır.*⁴⁷

Finansal istikrarsızlığın arttığı böyle bir durumda merkez bankalarının sadece enflasyon verilerini dikkate almalarının yanlış olacağını söyleyen Viertel, enflasyon oranlarıyla beraber fiyatlarda, borç göstergelerinde ve diğer finansal göstergelerde ortaya çıkacak gelişmelerin de dikkate alınması gerektiğini dile getirmiştir. Ayrıca Viertel bu çalışmasında modern enflasyon hedeflemesinin teorik gelişimini açıklamıştır.

Modern enflasyon hedeflemesini tanımlayan bir diğer çalışma ise Plessis⁴⁸ tarafından yapılmıştır. Bernanke ve diğerleri⁴⁹ ise İsrail, Avustralya ve İspanya tarafından uygulanan enflasyon hedeflemesini modern enflasyon hedeflemesi olarak niteleyerek; şeffaflık ve esneklik kombinasyonu ile ilgili olan modern enflasyon hedeflemesinin daha geniş ekonomik durumu/koşulu dikkate alarak daha iyi işlediğine vurgu yapmışlardır.

1.8.1. Modern Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımının Gerekçeleri

2007 yılı sonlarından itibaren gelişmiş ekonomilerde ortaya çıkan likidite bolluğunun varlık fiyatlarını şişirmesi, finansal piyasalardaki kırılganlığı ve risk iştahındaki artışı tetiklemiştir. Küresel risk iştahının artması, sermaye akımlarını

⁴⁵ Erdem Başçı, Hakan Kara, “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, **TCMB Çalışma Tebliği No:11/08**, Mayıs 2011, s.3.

⁴⁶ 25 Kasım 2011 tarihinde “Enflasyon Hedeflemesi ve Finansal İstikrar” adlı konferansta yer alan konuşmasından alınmıştır.

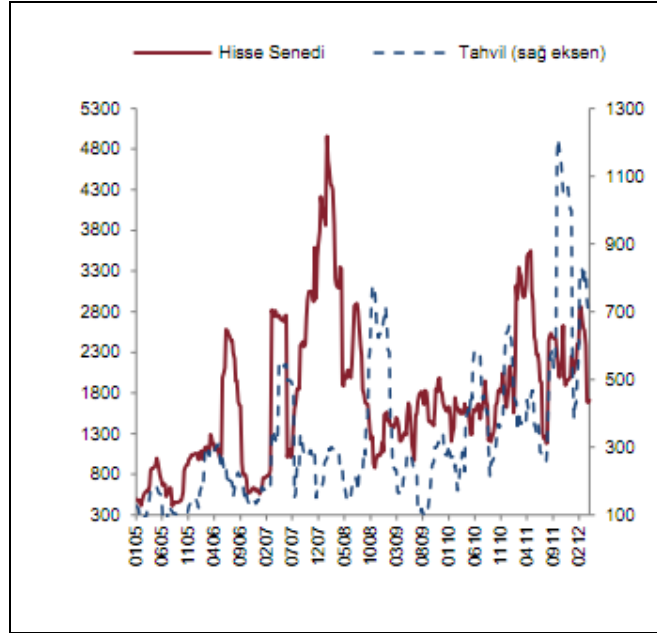
⁴⁷ Benjamin Viertel, “Inflation Targeting in The United Kingdom: Theoretical and Practical Aspects”, **Diplomica Verlag GmbH**, Hamburg, 2009, s.10.

⁴⁸Stan du Plessis, “Inflation Targeting: Theory and Evidence”, (Erişim:http://web.up.ac.za/UserFiles/Inflation_Targeting.pdf)

⁴⁹ Ben S. Bernanke, Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin ve Adam S. Posen, “Inflation Targeting- Lessons from The International Experience”, (Second Edition) **Princeton University Press**, Princeton New Jersey, 2001

hızlandırarak, bilançolardaki vade ve kur uyumsuzluklarını tetikleyecektir. Bununla beraber yerli para değerinin artması ile birlikte kredi hacminin genişlemesi cari açığı artışı ve finansal istikrarsızlığı derinleştirecektir. Finansal sistemin kontrolü için ise politika faizi yetersiz kalacaktır. Böylece uzun yıllar ihmal edilen finansal istikrar önem kazanmaya başlamıştır. Küresel piyasaların içinde bulunduğu bu durum gelişmekte olan ekonomilerle birlikte Türkiye ekonomisini de etkilemiştir. Kriz dönemlerinde cari işlemler dengesi ve sermaye akımları seyri, finansal istikrarın en önemli göstergeleri haline gelmiştir.

Grafik 1.3 Gelişmekte Olan Ünelere Sermaye Akımlarındaki Oynaklık*



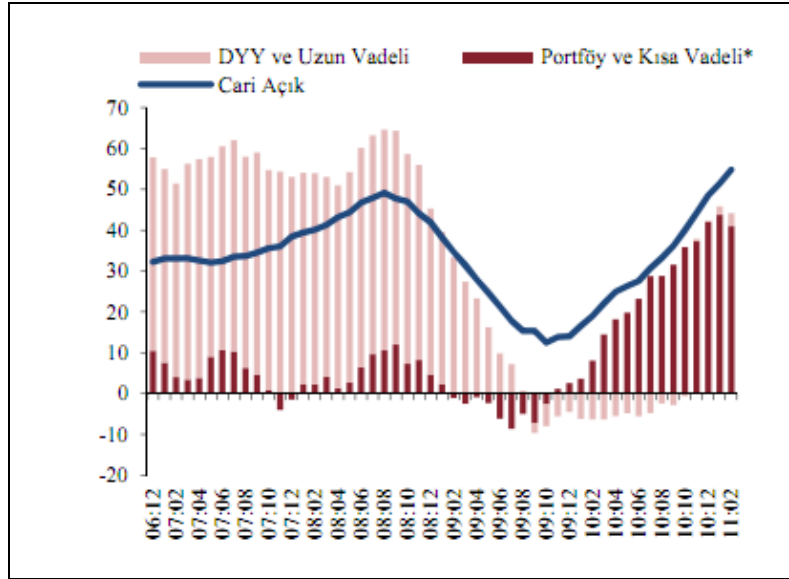
Kaynak: Hakan Kara, "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası", TCMB Çalışma Tebliği No:12/17, Haziran 2012, s.3.

*Tahvil ve hisse senedi piyasasına akımların 3 aylık hareketli standart sapmaları alınmıştır.

2005-2012 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere doğru sermaye akımlarındaki oynaklığın gösterildiği Grafik 1.3'te küresel krizin etkisiyle 2007 yılı sonu ve 2008 yılı boyunca gelişmekte olan ülkelere doğru hızla artan sermaye akışının (hisse senedi), gelişmekte olan ekonomilerin sermaye yapılarını olumsuz etkilediği açıktır.

Grafik 1.4 Cari Açık ve Temel Finansman Kaynakları

(12 aylık birikimli, milyar ABD doları)



Kaynak: TCMB

*Kısa vadeli sermaye hareketleri bankacılık ve reel sektörün net kredileri ile bankalardaki mevduat kaleminin toplamından oluşmaktadır.

“Türkiye özelinde sermaye akımlarındaki oynaklığın makroekonomik istikrar konusunda önemli rol oynadığı görülmektedir.”⁵⁰ Grafik 1.4’te özellikle kriz döneminden sonra cari açık ve temel finansman kaynaklarına bakıldığında, 2010 yılında gelişmiş ülke merkez bankalarınınca uygulanan ikinci niceliksel genişleme paketleri sonrasında cari açıktaki kırılganlığın açık bir şekilde arttığı görülmektedir.

2010 yılı başından itibaren neredeyse cari açığın finansman kaynağının hemen hemen hepsinin kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımları tarafından oluşturulduğu gözlenmektedir. Oysa finansal istikrar için cari açığın sürdürülebilir seviyede olması ve dış finansmanın dengeli seyretmesi önemlidir. Bu da ancak kriz dönemlerinde konjonktürel yapıya uygun, daha esnek ve finansal istikrarı gözeterek yeni bir para politikası ile mümkündür.

Tüm bunlar düşünülerek oluşturulan “yeni politika tasarımı, özellikle dış denge, kredi genişlemesi ve sermaye akımlarından kaynaklanan kırılganlıklara karşı

⁵⁰ Hakan Kara, “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası”, TCMB Çalışma Tebliği No:12/17, Haziran 2012, s.4.

ekonominin dayanıklılığını artıracak bir çerçeve oluşturmayı amaçlamıştır.”⁵¹ Bu doğrultuda TCMB 2010 yılında açıkladığı çıkış strateji ile TL değerlemesini önleyerek cari açığı kontrol altında tutmayı ve dış finansman kaynaklarını finansal sistemdeki kırılganlığı azaltacak şekilde dengelemeyi tercih etmiştir.

1.8.2. Modern Enflasyon Hedeflemesinde Finansal İstikrar Kavramı

Bu bölümde finansal istikrar kavramı literatürde yer alan karşılıklarıyla açıklanarak; tanımlamadaki ana prensipler ve sınırlarının çizilmesi sırasında karşılaşılan zorluklar ele alınacaktır. Daha sonra finansal istikrar kavramının teknik olarak enflasyon hedeflemesinin reaksiyon (amaç) fonksiyonuna nasıl dahil edildiği gösterilecektir.

1.8.2.1. Finansal İstikrar Kavramını Tanımlamadaki Ana Prensipler

Finansal istikrar kavramı sadece finansal krizlerin ortadan kalkması için değil aynı zamanda ekonomik süreci ya da finans sistemini tehdit eden bir durum ortaya çıkmadan önce dengesizliklerle baş edebilmek, olası riskleri sınırlamak için finansal sistemi kullanmayı ifade eder. Finansal sistem ise sadece büyümeyi, gelişmeyi ve tasarrufu kolaylaştıran, kaynak ve risk dağılımındaki dengeyi sağlayan bir yapı değil, aynı zamanda ödemeler sisteminin düzgün işlemlerini de sağlayan bir oluşumdur.

Finansal istikrar kavramının bir diğer boyutu, etkilerinin sadece finansal piyasalarda değil reel ekonominin potansiyel sonuçlarına kadar uzanabiliyor olmasıdır. Eğer ekonominin geneline zarar verecek bir durum yok ise, finansal piyasalarda ve finans kuruluşlarında ortaya çıkan rahatsızlıklar finansal istikrarı tehdit edecek boyutlarda algılanmamalıdır. Çünkü bazen finans kuruluşlarının tasfiyesi, varlık fiyatlarında yaşanan geçici oynaklıklar, finansal sistemde yaşanan dalgalanmalar ekonominin kendi kendini disipline etme mekanizmasının bir sonucu olabilir.

Ayrıca finansal istikrar; finansal kurumları, finansal altyapıyı ve finansal sistemi kapsayan çok boyutlu bir kavramdır. Dolayısıyla finansal istikrar gayet iyi çalışan bir sistem içinde dinamik ve beklentilere dayalıdır. “Finansal sistemi oluşturan bileşenler arasındaki sıkı bağlantı düşünüldüğünde herhangi bir bileşende meydana gelecek

⁵¹ Hakan Kara, a.g.m., s.5.

bozulma finansal istikrarı baltalayacaktır.”⁵² Nitekim ekonominin içinde bulunduğu bir dönem ekonomik sistem istikrar içinde olabileceği gibi başka bir dönem istikrarsızlaşabilir. O nedenle finansal istikrarın tanımı yapılırken kullanılan bir diğer ortak özellik süreklilik gerektirdiğidir.

1.8.2.2. Finansal İstikrarı Açıklamada Karşılaşılan Zorluklar

Finansal istikrar kavramını açıklamaya çalışan çoğu çalışma finansal istikrarsızlık kavramından yola çıkarak bunu yapmaktadır. Farklı dönemlerde ve farklı ekonomilerde finansal istikrar kavramı değiştiği için finansal istikrar kavramının tam bir karşılığını bulmak mümkün değildir. Çalışmanın bu bölümünde finansal istikrar kavramı zıttı olan finansal istikrarsızlık kavramı ile açıklanmaya çalışılsa da finansal istikrarsızlığın (riskin) kriz patlak vermeden önce tespit edilmesi de oldukça zordur.⁵³ Finansal istikrarsızlık kavramı bu özelliğinden dolayı yaşanan küresel krize kadar para politikası otoritelerince çok da dikkate alınan bir amaç olmamıştır. Bununla beraber Ersel⁵⁴ ise finansal istikrarsızlığın finansal krize dönüşme sürecinin ancak aşama aşama olabileceğine değinmiştir. İlk aşamada finansal istikrarsızlığın etkisinin ne reel kesimin ne de finans kesiminin işleyişinde bozucu bir etki yaratmayacağını sadece fon aktarımı, bilgi akışı ve ödemeler sisteminin çalışması gibi finansal sistemin etkinliklerinin azalacağını daha sonraki aşamada ise bu olumsuzlukların reel kesimi etkileyeceğini ifade etmiştir. Ancak finansal istikrarsızlığın boyutlarını ölçmek için cari açık, kısa vadeli sermaye yatırımları, kredi hacmi genişlemesi, varlık fiyatlarındaki hareketlilik gibi yardımcı olan göstergeler de söz konusudur.

Finansal istikrarsızlığa neden olan kredi ve varlık fiyatlarında ortaya çıkan balonların önceden tahmin edilmesinin zor olduğunu söyleyen bir diğer iktisatçı ise Gregorio⁵⁵’dır. Bu durum için en iyi çözümün Tinbergen Kuralı⁵⁶ olduğunu söylese de son yaşanan krizle finansal istikrarın önceden tahmin edilmesinin özellikle gelişmekte

⁵² Garry J. Schinasi, “Defining Financial Stability”, **IMF Working Paper**, WP/04/187, October 2004, s.6.

⁵³ Michael Woodford, “Inflation Targeting and Financial Stability”, **NBER Working Paper**, 17967, April 2012, s.3.

⁵⁴ Hasan Ersel, “Finansal İstikrarın Sağlanması İçin Nasıl Bir Mekanizma Tasarlanmalıdır?”, **İktisat İşletme ve Finans**, 27 (315), 2012, ss.37-49.

⁵⁵ Jose De Gregorio, “Recent Challenges of Inflation Targeting”, **BIS Papers No.51**, Monetary and Economic Department, March 2010, s.9.

⁵⁶ Tinbergen Kuralı; politikada amaç sayısı kadar politika aracının olması gerektiği üzerine kuruludur.

olan ülkelerde çok da mümkün olmadığı sonucu ortaya çıkmıştır. Bunun en önemli nedeni ise döviz kurlarının belli bir prensip üzerinde çalışmıyor olmasına ya da verdiği aşırı tepkinin anlaşılır olmamasına bağlamıştır. Bununla beraber son yaşanan küresel finans krizi sadece gelişmekte olan ülkelerde değil gelişmiş ülkelerde de finansal krizlerin önceden anlaşılmasının zor olduğunu göstermiştir. 2008 küresel finans krizinin en önemli nedeni gerçek değerlerini yansıtmayan türev ürünlerin ABD finansal sistemini şişirmesi, finansal sistemin yeterince kontrol edilmemesi ve ahlaki risk gibi sorunlardır.

Her ne kadar iyi işleyen bir finansal sistem için endişe gerektirecek bir durum olmasa da kriz ve zayıflıkları önlemek için finansal sistemin güvenilirliğinin değerlendirilmesi ve düzenlenmesine ihtiyaç olabilir. Bu nedenle başta Şili ve İngiltere Merkez Bankaları olmak üzere enflasyon hedeflemesini uygulayan merkez bankaları finansal sistemi kontrol ederek iki yılda bir finansal istikrar raporu hazırlamışlardır.

1.8.2.3. Finansal İstikrarın Tanımı

Finansal istikrar kavramı Mishkin tarafından finansal sistem çerçevesinde açıklanmıştır. Finansal piyasaların temel işlevini; “üretken yatırım fırsatlarına sahip bireylere ve firmalara fonları kanalize etmek” olarak tanımlayan Mishkin’e göre, finansal istikrarsızlığın asıl nedeni ise piyasada ortaya çıkan asimetric enformasyon ve ahlaki riskin, doğru bilgi akışını engelleyerek yatırımların yanlış değerlendirilmesine yol açmasıdır. Finansal sistemin işlevini etkin bir şekilde yapamaması neticesinde ekonomik büyüme oranları olumsuz etkilenecektir. Hatta finansal istikrarsızlığın boyutlarının yeterince büyük olması finansal krizi de beraberinde getirecektir.

Mishkin asimetric enformasyondan kaynaklanan ve finansal istikrarsızlığa neden olan 4 faktörü şöyle sıralamıştır;⁵⁷

- i. Mali sektörün bilanço tablolarındaki bozulma,
- ii. Faiz oranlarındaki artış,

⁵⁷ Frederic S. Mishkin, “Global Financial Instability: Framework, Events, Issues”, **Journal of Economic Perspectives**, Volume 13, Number 4, Fall 1999, ss.3-20, s.6.

iii. Belirsizlikteki artış,

iv. Finansal olmayan bilançolardaki bozulma.

Mishkin'in tanımına benzer bir tanım Scihoppa tarafından şu şekilde yapılmıştır; "Genel olarak finansal istikrar, güvenli ve etkin bir ödemeler mekanizmasının sağlandığı ve temel amaç olarak tasarrufların yatırımlara kanalize edildiği finansal sistemi ifade etmektedir."⁵⁸ Ancak Scihoppa, finansal sistemin istikrarından söz ederken sadece ödemeler sistemi ve tasarruf-yatırım kanalının etkin çalışmasını değil, aynı zamanda varlık fiyatlarının da göz önünde bulundurulması noktasına dikkat çekmiştir.

Herrero ve Rio⁵⁹ ise finansal istikrar kavramıyla alakalı net bir tanım bulunmadığını dile getirerek, durumu zıttı olan finansal istikrarsızlık ile açıklamaya çalışmışlardır. Ayrıca istikrar kavramını da fiyatlarda görülen dalgalanmayla ilişkilendirmişlerdir. Herrero ve Rio çalışmasında finansal istikrarsızlığın en önemli nedenlerinden biri olan bankacılık krizlerini ele alarak; bankacılık krizlerinde merkez bankasının amacının ve para politikası stratejisinin önemine değinmişlerdir.

Tucker⁶⁰ ise finansal sistemin içinde bulunduğu krizin derinleşmesine neden olan en önemli yapısal sorunun 'gölge bankacılık' olduğunu dile getirmiştir. Gölge bankacılık; firmaların talebi üzerine ya da sahip oldukları yüksek likiditeli mevduatları hane halkı, firmalar ve diğer finansal birimlere vadeli kredi olarak vermeleri ile ortaya çıkan durumdur. O nedenle bu tür işlemler kaldıraçlı kredi olarak geçmekte ve 2008 krizinin en önemli nedenlerinden biri olan Mortgage kredileri örnek olarak gösterilmektedir. Ayrıca vade uyumsuzluklarına sahip oldukları ve net değerlerinin belirsiz olduğu görülmektedir. Tucker çalışmasında bunun örneklerini çoğaltmıştır. Bu süreçte aynı etkiye neden olabilecek diğer bir unsur menkul kıymet yatırım fonlarıdır. Tıpkı gölge bankacılıkta olduğu gibi, menkul kıymet yatırım fonları daha az likit ve

⁵⁸ Tommaso Padoa-Schioppa, "Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in Between", **The Transformation of The European Financial System**, Second ECB Central Banking Conference Frankfurt am Main, 24-25 October 2002, s.20.

⁵⁹ Alica Garcia Herrero and Pedro del Rio, "Financial Stability and the Design of Monetary Policy (1)", **Banco de Espana**, 2003, s.8.

⁶⁰ Paul Tucker, "Shadow Banking, Financing Markets and Financial Stability", **BGC Partners Seminar**, London, 21 January 2010

kısa vadeli yükümlülükleri daha uzun vadeli ve daha fazla likit varlıklara çevirmek için kullanılabilir. Diğer bir örnek firmalar ve hane halklarını, mevduat yerine kısa vadeli ticari senetler ve tahvil ile finanse eden şirketlerdir. Böylece vade primini cazip hale getirmek için vade uyumsuzluğu riskini artırmaktadırlar. Böyle durumlarla karşılaşıldığında; “eğer bankaların kendisinin neden olduğu sistematik risk finansal aracılık sisteminin banka dışı finansal sistemlerce de meydana geliyorsa, denetimden kaynaklanan arbitraj problemi söz konusudur.”⁶¹ Alınabilecek önlemler ise; merkez bankası tarafından likidite garantisi, ihtiyatlı düzenleme ve denetleme, endüstrilerin finanse ettiği mevduat sigortaları şeklinde sıralanabilir. Tucker küresel kriz sürecinde ticari bankalara önem verildiği kadar ödemeler sistemine önem verilmediğini vurgulamıştır. Oysa kaldıraç ve vade uyumsuzluklarından dolayı kredi sisteminin daha kırılgan hale geldiği açıkça gözlenmiştir. O halde “finansal istikrar aynı zamanda parasal istikrarın da önemli bir parçası olarak karşımıza çıkar.”⁶²

Finansal istikrar, Schinasi tarafından da finansal sistem açısından değerlendirilerek aşağıdaki çerçevede tanımlanmıştır;⁶³

- i. Ekonomik kaynakların etkin dağılımını ve diğer ekonomik süreçlerle (servet birikimi, ekonomik büyüme ve toplumsal refah gibi) etkinliğini kolaylaştırmak,
- ii. Fiyatın belirlenmesine ve finansal risklerin yönetilmesine yardımcı olmak,
- iii. Dış şoklar veya dengesizliklerden kaynaklanan bir risk ortaya çıktığında ekonominin kendi kendini düzeltme mekanizmasının çalışmasını kolaylaştırmaktır.

O halde finansal istikrarın sağlandığı ekonomi, ekonomik performansın kolaylaştığı ve herhangi bir dışsal şok ya da dengesizlikten kaynaklanan olumsuzluğun kolayca bertaraf edildiği durumdur.

Finansal istikrarla ilgili yapılan tanımlara bakıldığında ortak düşünce; “finansal istikrarın devamlılığı ve değişmezliğidir.”⁶⁴ Ayrıca finansal istikrar/istikrarsızlık

⁶¹ Paul Tucker, a.g.m., s.2.

⁶² Garry J. Schinasi, “Defining Financial Stability”, **IMF Working Paper**, WP/04/187, October 2004, s.6.

⁶³ Garry J. Schinasi, a.g.m., s.8.

⁶⁴ Serkan Özcan, “Para Politikası Tercihleri ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki, Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar ve Türkiye Analizi”, TCMB Uzman Yeterlilik Tezi, Ankara, Mayıs 2006, s.7

kavramının sadece bir finans kurumunu değil finansal sistemin bütünü temsil etmesi ve etkisinin reel kesim üzerinde yorumlanması; literatürdeki tanımların ortak noktasıdır.⁶⁵

1.8.2.4. Finansal İstikrar ile Merkez Bankası Arasındaki İlişki

Merkez bankaları finansal sistemde aktarım mekanizmasının, ödemeler ve likidite sisteminin etkin çalışmasının yanı sıra finansal istikrar için gerekli olan fiyat istikrarından ve politika stratejisinden sorumludur. Merkez bankasının gevşek para politikası uyguladığı düşünüldüğünde yüksek enflasyon kaçınılmaz olacaktır. Bu durumda bankalardan borç alanlara doğru reel refah kayacak ve bankaların kredi kalitelerini etkileyerek ciddi bankacılık sorunlarına neden olacaktır. Merkez bankasının sıkı para politikası yürüttüğü düşünüldüğünde ise enflasyonda düşüşler yaşansa da düşük faiz politikası ile yüksek getiri sağlayan menkul kıymetleri cazip hale getirerek bankaların bilançolarının bozulmasına ve neticede kredi daralmasına yol açacaktır. Her iki durumda da finansal istikrar risk altına girecektir. Her ne kadar teoride sürecin böyle olacağı düşünülse de bu olasılıkları önceden tahmin etmek çok zordur. O nedenle finansal istikrar kavramının kesin bir çerçevesinin olduğunu söylemek pek doğru değildir. Ancak “genellikle kırılgan bankacılık sisteminin yanlış merkez bankası politikalarından kaynaklandığı söylenebilir.”⁶⁶ Herrero ve Rio, 1970-1999 yılları arasında 79 ülke üzerinde gerçekleştirdikleri araştırmalarında merkez bankasının sadece fiyat istikrarını gözeten sıkı para politikası hedeflerinin bankacılık krizi olasılığını artırdığı sonucuna ulaşmışlardır. Yine merkez bankası bağımsızlık derecesinin de bankacılık krizlerini etkileyen önemli bir faktör olduğunu, ayrıca merkez bankasının hedefleri ile bağımsızlığı arasında ilişki olduğu sonucuna varmışlardır.

Merkez bankası ile finansal istikrar arasındaki ilişkiyle ilgili bir diğer önemli çalışma Sinclair tarafından yapılmıştır.⁶⁷ 13 gelişmiş, 16 gelişmekte olan ve 8 geçiş ekonomisi olmak üzere toplam 37 ülke üzerinde yapılan anket çalışmasıyla merkez

⁶⁵ Hasan Ersel, “Finansal İstikrarın Sağlanması İçin Nasıl Bir Mekanizma Tasarlanabilir?”, **İktisat İşletme ve Finans**, 27 (315) 2012, s.37-49, s.38.

⁶⁶ Alica Garcia Herrero and Pedro del Rio, “Financial Stability and the Design of Monetary Policy (1)”, **Banco de Espana**, 2003, s.17.

⁶⁷ P. J. N. Sinclair, “Central Banks and Financial Stability”, **Bank of England Quarterly Bulletin**, November 2000, s.377-391.

bankalarının finansal istikrarı hangi yollarla etkilediği araştırılmıştır. Merkez bankaları ile finansal istikrar arasında 4 etkileşim kanalı belirlenmiştir. Bunlar; ödemeler sistemi hizmeti, kriz çözümüne katılım, düzenleme ve denetleme faaliyetleri ve muhasebe standartlarıdır. Çalışma sonucuna bakıldığında ödemeler sistemi hizmeti ankete katılan bütün ülkeler tarafından merkez bankasının finansal istikrarı sağlamada kullandığı etkileşim kanalı olarak kabul edilmiştir. Kriz sürecine katılım aşamasında merkez bankasının faaliyetlerine bakıldığında, kriz sürecinde banka dışı finansal kuruluşlara merkez bankasınca likidite desteği sağlanmadığı yönünde ortak bir uygulama vardır. Bununla beraber Peru, Arjantin, Bulgaristan ve Estonya dışında ankete katılan tüm ülkeler tarafından merkez bankasının banka gibi finansal kuruluşlara likidite desteği sağlayarak bu sürece katkı sağladığı kabul edilmektedir. Ayrıca kriz sürecinde başarısızlığa uğrayan kuruluşların çözüm süreçlerindeki uygulamalar, hukuki sorunların çözümü ve bu süreçte mevduatların sigorta altına alınması gibi faaliyetler ile ilgili ülkeden ülkeye farklı uygulamaların olmasıyla birlikte genel kanı merkez bankasının bu tip faaliyetlere katılmadığı yönündedir. Muhasebe standartlarının oluşturulmasıyla ilgili faaliyetler, Singapur ve Hollanda dışında gelişmiş ekonomi merkez bankalarınınca tercih edilmemektedir. Gelişmekte olan ekonomilerin merkez bankalarına bakıldığında muhasebe standartları finansal istikrarı etkilemede daha çok tercih edilirken, geçiş ekonomileri merkez bankalarının hepsi muhasebe standartlarını finansal istikrarı sağlama da bir araç olarak kullanmaktadır. Merkez bankaları finansal istikrarın sağlanmasında her ne kadar önemli bir role sahip olsa da, tek başına finansal piyasaları düzenleyen ve denetleyen kurum olmamıştır.

Tablo 1.8 Merkez Bankası Tarafından Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrarı Amaçlarken Kullanılabilecek Araçlar

Araç	Fiyat İstikrarı	Finansal İstikrar	
		Sistem Bazında	Kuruluş Bazında
1. Para Politikası Stratejisi	XX	X	
2. Kısa Dönem Faiz Oranları	XX	X	
3. Piyasa İşlemleri	XX	X	
4. Ödemeler Sistemi		XX	
5. Kamu- Özel Kuruluşlar Arasındaki İletişim	XX	⊗	⊗
6. Acil Likidite Desteği		XX	XX
7. Kriz Koordinasyonu		⊗	⊗⊗
8. İhtiyatlı Düzenleme		O	OO
9. İhtiyatlı Gözetim		O	OO
10. Mevduat Sigortası		O	OO

Kaynak: Tommaso Padoa-Schioppa, “Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in Between”, **The Transformation of The European Financial System**, Second ECB Central Banking Conference Frankfurt am Main, 24-25 October 2002, s.45.

Göstergeler: İki sembol (XX, ⊗⊗, OO)= aracın öncelikli kullanımı

Bir sembol (X, ⊗, O)= aracın ek kullanımı

X= gözetim gücü olmaksızın merkez bankasınca kullanılan araçlar

O= merkez bankası dışındaki otoritelerce kullanılan araçlar

⊗= her ikisi için uygun araçlar

Merkez bankası ile finansal istikrar arasındaki ilişkiyi sorgulayan diğer bir çalışma Schioppa tarafından yapılmıştır. Yukarıdaki Tablo 1.8’de görüldüğü gibi fiyat istikrarının ve finansal istikrarın sağlanması amacıyla merkez bankaları tarafından kullanılabilecek 10 politika aracı sıralanmıştır.

Para politikası stratejileri, kısa dönem faiz oranları ve piyasa işlemleri fiyat istikrarında kullanılabilecek ana politika araçları olmakla birlikte, finansal istikrarın sağlanmasına yardımcı olabilecek araçlar arasında da sayılmıştır. Ödemeler sistemi ve acil likidite desteği ise sadece finansal istikrarı sağlamada kullanılabilecek araçlar olarak kabul edilir. Bunlarla birlikte kriz koordinasyonu ve kamu - özel birimler arasındaki iletişim gibi politika araçları hem merkez bankası hem de diğer denetleyici düzenleyici kuruluşların kontrolündeki politika araçlarıdır. Bu araçlar finansal istikrarın sağlanmasına yardımcı olmak için kullanılmaktadır. İhtiyatlı düzenleme, gözetim ve mevduat sigortası gibi araçlar ise hem finansal sistemin hem de tek tek

finansal kuruluşların istikrarı için kullanılan araçlardır. Ancak bunlar merkez bankası kontrolü dışındadır.

1.8.2.5. Finansal İstikrarın Merkez Bankası Reaksiyon Fonksiyonuna Dahil Edilmesi

Şimdiye kadar hem hükümetler hem de para politikası otoriteleri tarafından fiyat istikrarı temel amaç olarak kabul edilerek bu yönde hareket edilmiştir. Ancak fiyat istikrarının tek başına yeterli olup olmayacağı konusunda ortak ve kesin bir görüşe varıldığı söylenemez. Nitekim son yıllarda yaşanan küresel ekonomik kriz tek başına fiyat istikrarının gerekli ama yeterli olmadığını gözler önüne sermiştir. “Düşük ve istikrarlı bir enflasyona sahip ABD ve Avrupa ekonomilerinde yaşanan borç krizi bunun en iyi örneğidir.”⁶⁸ Buna benzer bir diğer örnek; 1990’lı yıllarda Japonya’nın fiyat istikrarını sağlamış olmasına (yüzde sıfır civarlarında gerçekleşen enflasyon oranlarına) rağmen finans kesiminin etkinliğini kaybetmesiyle uzun yıllar durgunluk yaşamasıdır.

Öncelikle klasik enflasyon hedeflemesinde politikasında Taylor kuralı çerçevesinde oluşturulan reaksiyon (amaç) fonksiyonuna bakıldığında, merkez bankasının enflasyonu kontrol altında tutmaya çalışırken çıktı açığına ($Y_t - Y_n$) (fiili üretimin potansiyel üretimden sapmasına) ve enflasyonun enflasyon hedefinden sapmasına neden olan değişkenleri ($\pi_t - \pi^h$) dikkate aldığı gözlenmektedir. Nitekim hem çıktı açığını hem de enflasyonu en düşük düzeyde tutmayı başaran para politikası iyi bir para politikası olarak nitelendirmiş ve literatüre esnek enflasyon hedeflemesi olarak geçmiştir.⁶⁹ Çıktı açığını temsil eden ($Y_t - Y_n$) değişkeninin önünde yer alan λ parametresi uygulanan enflasyon hedeflemesi politikasının esnekliğini de yansıtır. Eğer $\lambda = 0$ ise katı enflasyon hedeflemesi uygulandığı anlaşılırken bu değer $\lambda > 0$ olması

⁶⁸ Serhat Gürleyen, “Enflasyon Hedeflemesi ve Finansal İstikrar”, www.dunya.com sitesinde 28.02.2013 tarihli yazısından alınmıştır.

⁶⁹ Lars E. O. Svensson, “What is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules”, *Journal of Economic Literature*, Vol. XLI, June 2003, ss.426-477, s.426.

esnek bir enflasyon hedeflemesi yürütüldüğünü gösterir. Söz konusu reaksiyon (amaç) fonksiyonu aşağıdaki gibidir;^{70 71 72}

$$L_t = \frac{1}{2}(\pi_t - \pi^h)^2 + \frac{1}{2}\lambda(Y_t - Y_n)^2 \quad (1.1)$$

π_t : Enflasyon Oranı

π^h : Enflasyon Hedefi

Y_t : Fiili Üretim

Y_n : Potansiyel Üretim

Taylor kuralı çerçevesinde oluşturulan reaksiyon fonksiyonunun sadece enflasyon ve çıktı açığı tarafından belirleniyor olması bu fonksiyon ile ilgili ileri sürülen en önemli eleştirilerden biridir. Enflasyon ve çıktı açığının önemli değişkenler olduğu kabul edilse de sadece bu değişkenlerin dikkate alınması yanlış olacaktır. Bu değişkenlerle birlikte döviz kuru, net dış ticaret açığı, yabancı faiz oranları vs. gibi önemli sayılabilecek değişkenler de söz konusudur.⁷³ Aklan ve Nargeleçeken'in⁷⁴ Merkez bankası reaksiyon fonksiyonunu Taylor kuralı çerçevesinde tahmin ettiği çalışmasında enflasyon hedeflemesi uygulayıcısı Merkez bankasının politikasını etkileyen unsurlar belirlenmiştir. Politika doğrultusunda fiyat istikrarını sağlamak için kısa vadeli faiz oranlarının istenilen doğrultuda değiştiği sonucuna varılırken; dalgalı döviz kuru sistemine uygun olarak döviz kuruna ve bununla beraber çıktı açığına da tepki verdiği ifade edilmiş, ancak en düşük tepkinin döviz kuruna verildiği sonucuna varılmıştır.

İleri sürülen diğer bir eleştiri ise reaksiyon fonksiyonunun faiz oranına bağlı olmasının enflasyon ve çıktı açığından başka politika kuralı ile ilgili bilgi içermiyor

⁷⁰ E. Carl Walsh, "Implications of A Changing Economic Structure for The Strategy of Monetary Policy", **Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy**, Jackson Hole Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2003, 297-348.

⁷¹ Fatih Özatay, **Parasal İktisat: Kuram ve Politika**, 2. Basım, Ağustos 2011, Efil Yayınevi, Ankara, s.386.

⁷² Lars E. O. Svensson, "What is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules", **Journal of Economic Literature**, Vol. XLI, June 2003, ss.426-477

⁷³ Lars E. O. Svensson, a.g.m., s.442.

⁷⁴ Nejla Adanur Aklan ve Mehmet Nargeleçekenler, "Taylor Kuralı: Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme", **Ankara Üniversitesi SBE Dergisi**, 63-2, ss.23-41.

olmasıdır. Aynı zamanda aktarım mekanizmasıyla alakalı bir sorun olduğunda (ani bir şok gibi) mevcut reaksiyon fonksiyonunun gerekli politika kuralını geliştiremeyeceği ortaya atılan diğer bir eleştiridir. Bu gibi eleştirilere karşılık, reaksiyon fonksiyonuna mevcut durumla ilgili bilgi sağlayacak yeni düzenlenmiş politika kuralı eklenebileceği ileri sürülmüştür.⁷⁵ Nitekim pek çok iktisatçı enflasyon hedeflemesi politikasının kurallara sıkı sıkıya bağlı bir politika olmadığını, gerektiğinde politika kurallarıyla ilgili değişikliğe gidilebileceğinin altını çizmiştir.

“Finansal istikrar veya varlık fiyatları amaç fonksiyonunda yer almamaktadır.”⁷⁶ Sadece toplam talep ve maliyet unsuru olarak çıktı açığının içinde ele alınır. Her ne kadar finansal istikrar, açıklanması ve sınırlarının belirlenmesi oldukça zor bir kavram olup, ülkeden ülkeye, ekonomiden ekonomiye değişebileceği gibi aynı ekonominin farklı dönemlerinde bile farklı karşılıklar bulsa da modern enflasyon hedeflemesinin içine dahil edilmiştir. Bu doğrultuda en önemli çalışmalardan biri Woodford tarafından yapılmış ve daha çok teknik açıdan klasik enflasyon hedeflemesine finansal istikrarın dahil edildiği amaç fonksiyonu geliştirilmiştir.⁷⁷ Benzer bir çalışma Özatay tarafından gerçekleştirilmiş ve daha salt bir amaç fonksiyonu elde edilmiştir.⁷⁸ Modern enflasyon hedeflemesiyle birlikte amaçlar arasına açıkça finansal istikrarın da dahil edilmesiyle ortaya çıkan bu amaç fonksiyonu aşağıdaki gibidir;

$$L_t = \frac{1}{2}(\pi_t - \pi^h)^2 + \frac{1}{2}\lambda_1(Y_t - Y_n)^2 + \frac{1}{2}\lambda_2(K_t - K_n)^2 \quad (1.2)$$

K_t değişkeninin finansal istikrarı, K_n değişkeninin ise normal yani olması gereken finansal istikrarı temsil ettiğini varsayalım. λ_2 parametresi ise $(K_t - K_n)^2$ ifadesi tarafından temsil edilen finansal istikrar amacına verilen önemi gösterebilir. Böylece yukarıdaki denklemde geleneksel enflasyon hedeflemesi dönemine ait reaksiyon (amaç) fonksiyonundan farklı olarak $\frac{1}{2}\lambda_2(K_t - K_n)^2$ ifadesi finansal istikrar amacını temsil etmek için yer almaktadır. Finansal istikrar amacını temsil eden bu değişkeni biraz daha açıklamak gerekirse;

⁷⁵ Michael Woodford, “Commentary: How should Monetary Policy be Conducted in an Era of Price Stability?”, **New Challenges for Monetary Policy**, Reserve Bank Kansas City, 1999, ss.277-316.

⁷⁶ Hakan Kara, “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası”, **TCMB Çalışma Tebliği No:12/17**, Haziran 2012, s.6.

⁷⁷ Michael Woodford, “Inflation Targeting and Financial Stability”, **NBER Working Paper, 17967**, April 2012

⁷⁸ Fatih Özatay, “Para Politikasında Yeni Arayışlar ve TCMB”, **TEPAV**, Ocak 2012, s.8.

$$K_t = K_{t-1} + \beta_1 \sigma (Y_{t-1} - Y_n) \quad (1.3)$$

şeklinde ifade edilebilir. Görüldüğü gibi finansal istikrar amacı, reaksiyon fonksiyonuna dahil edilirken hem çıktı açığının ($Y_{t-1} - Y_n$) hem de bir önceki döneme ait finansal istikrarın fonksiyonu şeklinde ifade edilebilir. Çıktı açığı ile aralarındaki ilişki aynı yönde ve doğrusaldır. Öyleyse çıktı açığının artması finansal istikrar amacından uzaklaşılacağı sonucunu doğuracaktır. σ değişkeni ise finansal istikrar amacı doğrultusunda kullanılan politika araçlarını temsil etmektedir.

2. TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ UYGULAMASI

Türkiye'de enflasyon sürecinin değerlendirildiği bu bölümde enflasyon hedeflemesi öncesi genel durum, enflasyon hedeflemesine geçiş dönemi ve enflasyon hedeflemesi dönemi çeşitli ekonomik göstergelerle değerlendirilmiştir. Enflasyon hedeflemesi dönemi uygulamaları ise 2008 küresel kriz ile değiştiği için kriz öncesi -örtük enflasyon hedeflemesi ve açık enflasyon hedeflemesi- ve kriz sonrası durum olarak ayrı ayrı ele alınmıştır.

2.1. Türkiye'de Enflasyon Sürecinin Genel Değerlendirilmesi

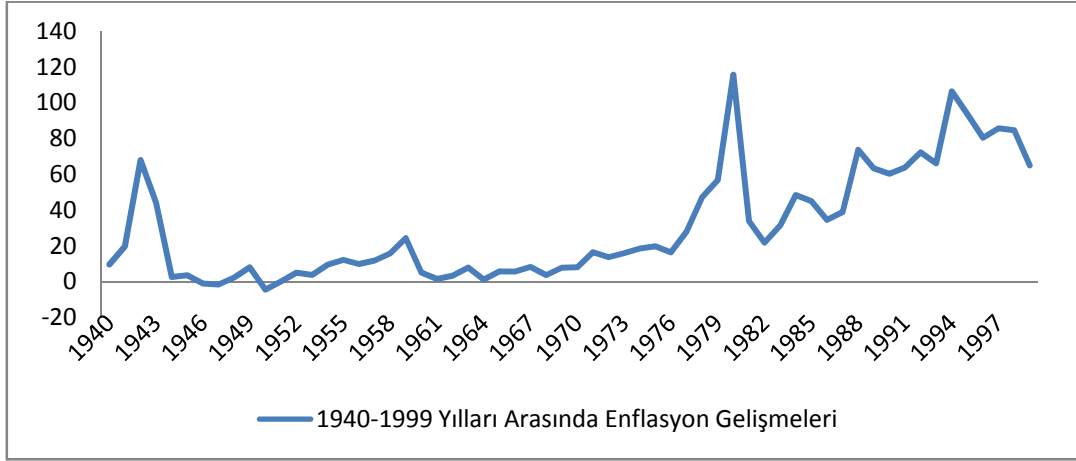
2.1.1. 2000 Yılı Öncesi Türkiye'de Enflasyon

Ülkemizin enflasyonla olan serüvenine baktığımızda 2000'li yıllara kadar süren ve kronik hale gelen yüksek enflasyon oranları dikkat çekmektedir. 1940-1999 yılları arasında tüketici fiyat endeksinde yıllık ortalama yüzde değişimin gösterildiği Grafik 2.1'de, 1940-1943 yılları arasında yaşanan İkinci Dünya Savaşı'nın etkisiyle savunma harcamalarında yaşanan artış, dış ticaret rejiminin bozulması gibi nedenlerle enflasyon oranının 1940 yılında % 19.6 iken 1942 yılına gelindiğinde % 68'e yükseldiği görülmektedir.

Ülkemizin enflasyon oranlarındaki artışlarda dış kaynaklı şokların etkisi görüldüğü gibi ülke ekonomisinden ve içyapısından kaynaklanan nedenlerle de artışların yaşandığı gözlemlenmiştir. Bunların ilki 1958 yılında gerçekleştirilen devalüasyon sonucu 1959 yılı enflasyon oranının % 24.4 olarak gerçekleşmesiyle yaşanmıştır. 1960 yılından sonra planlı ekonomi dönemine geçilmesi ile enflasyon oranları düşmüş ve 1970'li yılların başlarına kadar tek haneli oranlarda dalgalanmıştır. Planlı ekonomi dönemi boyunca tüketici davranışlarının değişmesiyle iç talepte yaşanan canlanma ithal ikameci olan ülkemizde zamanla ödemeler dengesinin bozulmasına neden olmuş ve

1970 yılında ikinci devalüasyonun gerçekleştirilmesiyle enflasyon oranı 1971 yılında % 16.5 seviyesinde tutulabilmiştir.

Grafik 2.1 Türkiye'nin 1940-1999 Yılları Arasında Enflasyon Gelişmeleri



Kaynak: oecd.org

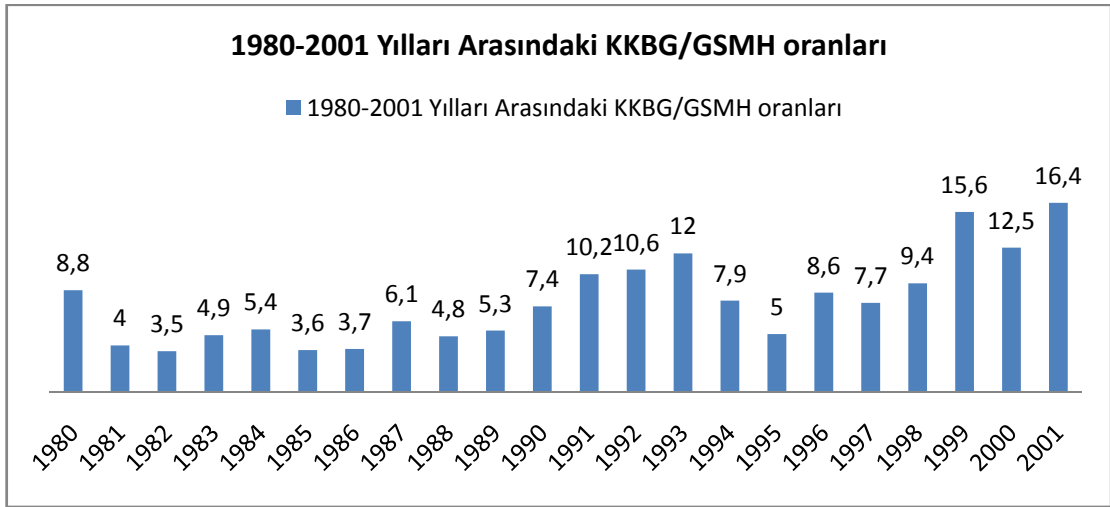
Ancak daha sonra dünya ekonomisini sarsan ve ülkemizi de etkileyen 1970-1973 ve 1978-1979 yıllarında yaşanan petrol krizleri ile enerji fiyatlarında gerçekleşen ani artışlar ne yazık ki enflasyon oranlarının yeniden yükselmesine neden olmuş ve 1979 yılına gelindiğinde % 56.8 olarak gerçekleşmiştir. Petrol kriziyle enerji fiyatlarında yaşanan aşırı dalgalanmaların dışında 1974 yılında ABD tarafından ülkemize uygulanan Kıbrıs ambargosu da enflasyon oranlarının yükselmesinde etkili olmuştur. Bu dönemde TCMB ödemeler bilançosunda ortaya çıkan bozulmaları gidermek, kamu açıklarını finanse etmek için Hazine'ye avans vermeye başlamış bu ise enflasyonun içinden çıkılmaz bir hal almasına neden olmuştur. Bu durum 25 Nisan 2001 tarihinde TCMB Kanununda yapılacak bir değişiklikle kaldırılacaktır. 1980 yılına gelindiğinde Türkiye'deki enflasyon % 115.6'ya yükselmiş ve Türkiye Cumhuriyeti tarihindeki en yüksek değere ulaşmıştır. 1980 yılında yaşanan ani artışın sosyal, siyasal ve ekonomik pek çok sebebi vardır.

1980-1990 yıllarına gelindiğinde ağır ekonomik şartlar ve ödenemeyen dış borçlar, özellikle 1970'ten itibaren dış açığın artması, artan dış ödeme güçlükleri, enflasyonun artması, devalüasyonlar, bütçe ve özellikle KİT açıklarının artması, siyasi istikrarsızlık, sosyal gerginlikler ve nihayet askeri darbenin

gerçekleşmesi 1980 yılında Türkiye ekonomisinde yapısal bir kırılma yaşanmasına neden olmuştur.¹

1970’li yıllarda TC Merkez Bankası kaynakları ile parasal genişleme yaratılarak finanse edilen ödemeler bilançosu açığı 1980’li yıllara gelindiğinde enflasyon oranının da artmasıyla iç talebi kısımaya yönelik önlemlerin alınmasına neden olmuştur. 24 Ocak 1980 kararlarıyla ekonomimizde serbestleşmeye gidilmiş, böylece enflasyon oranı 1980’li yılların ilk yarısında azalma seyrine girse de kontrolsüz ve plansız serbestleşmeyle 1980’li yılların ikinci yarısında tekrar yükselişe geçmiş 1994 yılına gelindiğinde en yüksek ikinci yıllık enflasyon oranı; % 106.3 görülmüştür. Enflasyonu besleyen kanallara bakıldığında bütçe açıklarındaki artışlar ve iç borç stokundaki artışlar ve reel faiz oranlarındaki artışlar dikkat çekmektedir.

Grafik 2.2 Türkiye’nin 1980-2001 Yılları Arasında KKBG/GSMH oranları



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Grafik 2.2’de 1980-2001 yılları arasında Kamu Kesimi Borçlanma Gereğinin GSMH’ye oranı gösterilmektedir.

1980 yılında % 8,8 olan toplam kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH’ye oranı 1980’li yılların ilk yarısında azalış göstermiş,

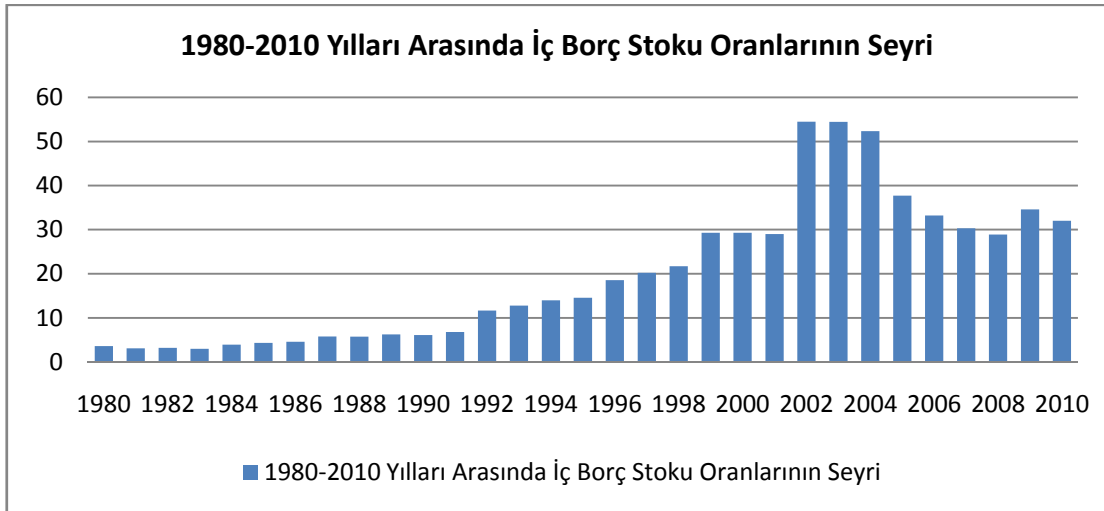
¹ Erdal Tanas Karagöl, “Geçmişten Günümüze Türkiye’de Dış Borç”, **Seta Analiz**, www.setav.org, 2010, s.7.

izleyen yıllarda tekrar artış eğilimine girmiştir. 1994 yılında yaşanan ekonomik kriz sonrası tekrar azalış eğilimine giren bu oran, özellikle 1999 yılı ve sonrasında önemli düzeyde artış göstererek 2001 yılında % 16,4 düzeyine yükselmiştir.²

KKBG/GSMH oranının arttığı 1980, 1993-1994, 1999 ve 2001 yıllarında enflasyon oranlarının da yükseldiği söylenebilir. Nitekim kamu harcamalarındaki artışlar enflasyonu besleyen önemli damarlardan biridir.

Diğer önemli bir gösterge olan iç borç stoku oranlarına bakıldığında 1980’li yılların ikinci yarısından itibaren artmaya başladığı görülmektedir. 1980 yılında % 3.58 olan iç borç stoku oranı 2001 yılına gelindiğinde % 29’a yükselmiştir. Bu yükseliş 2001 yılından sonra da devam etmiş 2002 yılında % 54.49 ile en yüksek seviyesine ulaşmış ve 2010 yılında % 32 olarak gerçekleşmiştir.

Grafik 2.3 Türkiye’nin 1980-2010 Yılları Arasındaki İç Borç Stoku Oranları Seyri



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

1980 yılından bu yana dış borç göstergelerine bakıldığında; “dış borçlardaki artış eğilimi devam etmiş ve 1983 yılı sonunda 18.3 milyar dolar olan dış borç, 1994 yılında 65.6 milyar dolar ve 2001 yılı sonunda ise 113.9 milyar dolara yaklaşmıştır.”³ 1960’lı yıllarda planlı dönemle birlikte ekonomik kalkınmanın sağlanması, IMF ile yapılan

² DPT, “Sayılarla Türkiye Ekonomisi Gelişmeler 1980-2001”, **Tahminler 2002-2005**, 2002, s.8.

³ Erdal Tanas Karagöl, “Geçmişten Günümüze Türkiye’de Dış Borç”, **Seta Analiz**, www.setav.org, 2010 s.9.

stand-by anlaşmalarıyla sağlanan borçların ödemelerinin ertelenmesi ile artmaya başlayan dış borçlar, 1980’li yıllarda kontrolsüz bir şekilde uygulamaya koyulan serbest ekonomi politikasıyla daha da artmıştır. 1990’lı yılların ilk yarısında yaşanan kriz ile aniden yükselen dış borç miktarı ekonomik ve siyasi istikrarsızlıkla 2001 yılında 113.9 milyar dolara ulaşmıştır.

Tablo 2.1 1980-2001 Yılları Arasında Toplam Dış Borçlar

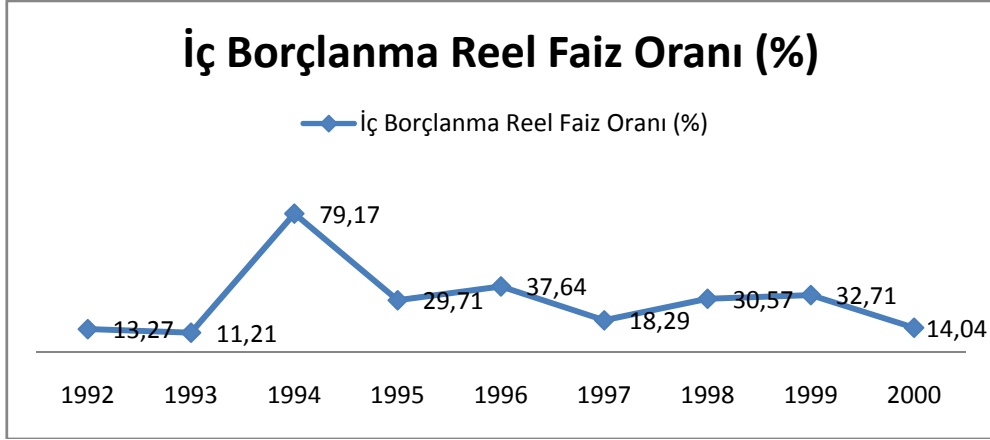
Yıllar	Toplam Dış Borçlar Milyon ABD \$	Yıllar	Toplam Dış Borçlar Milyon ABD \$
1980	16.227	1992	58.595
1983	18.385	1993	70.512
1984	20.659	1994	68.705
1985	25.476	1995	75.948
1986	32.101	1996	79.299
1987	40.428	1997	84.356
1988	40.722	1998	96.351
1989	43.911	1999	103.123
1990	49.035	2000	118.602
1991	52.381	2001	113.592

Kaynak: www.hazine.gov.tr

“Yüksek kamu açıklarının yanı sıra 1994 yılından sonra kamu kesiminin net dış borç ödeyici durumunda olması, yeterince derin olmayan yurtiçi mali piyasalar üzerinde baskı oluşturmuş ve reel faiz oranlarının yüksek seviyede kalmasına yol açmıştır.”⁴ Aşağıdaki Grafik 2.4’te 1992-2000 yılları arası iç borçlanma reel faiz oranları gösterilmiştir. Türkiye’nin içine girdiği borç-faiz sarmalının çözülmesi enflasyonla mücadelede en önemli unsurlardan biri gibi görülmektedir.

⁴ TCMB, “Türkiye Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı”, 1999, s.3.

Grafik 2.4 İç Borçlanma Reel Faiz Oranları (yüzde)



Kaynak: TCMB

2000 yılı öncesi temel ekonomik göstergeler değerlendirildiğinde; enflasyonun, KKBG/GSMH oranının, iç borç stoku oranının ve toplam dış borçların giderek arttığı bunun da ekonomideki kırılganlığı artırdığı görülmektedir.

2.1.2. 2002-2005 Yılları Örtük Enflasyon Hedeflemesi (Enflasyon Hedeflemesine Geçiş Dönemi)

Türkiye’de enflasyonla mücadele konusunda atılan ilk somut adım üç yıllık planı içeren 2000 yılı Enflasyonu Düşürme Programı olmuştur. Bu program IMF ile yapılan stand-by anlaşmalarının devamı niteliğinde olup; para politikası, maliye politikası ve stratejik hedefler çerçevesinde hazırlanmış ve çeşitli yapısal reformlarla pekiştirilmiştir. 2000 yılı döviz kuruna dayalı enflasyonu düşürme programı çerçevesinde para politikası döviz kuru nominal çıpasına bağlanmıştır. Ancak Türkiye’nin geçmişte IMF ile yaptığı ve başarısızlıkla sonuçlanan ya da yarıda bırakılan on altı anlaşma ışığında yürütülen istikrar programlarının varlığı bu istikrar programının da başarılı olup olmayacağı hakkında çeşitli kuşkulara neden olmuştur.

Bu dönemde önceden açıklanmış döviz kur sepeti enflasyonla mücadele döneminde temel araç olarak kabul edilmiştir. Ancak Kasım ayına kadar sorunsuz yürütülen döviz kuru hedeflemesi 22 Kasım 2000 tarihinde tıkanarak Şubat 2001 tarihinde iktisadi bir kriz haline gelmiş; faiz oranları yüzde yüzlerin üzerine çıkmış ve TL sürekli değerlendirilerek ithal mallara olan talepteki artışla beraber cari işlemler açığı 6,7 milyar dolara yükselmiştir. Bunun üzerine Şubat 2001 tarihinde döviz kuru dalgalanmaya bırakılmıştır. Böylece enflasyon hedeflemesi politikasının işleyişini engelleyen en

önemli unsurlardan biri kaldırılmıştır. Zira döviz kuru artış hızı ile enflasyon arasındaki ilişkinin kuvvetli olduğu bilinmektedir.⁵ Dönemin TCMB Başkanı Gazi Erçel 22 Aralık 2000 tarihinde yaptığı konuşmasında artık faiz oranlarını daha aktif kullanarak enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçileceğini söylemiştir. Ancak geriye enflasyon endekslemesi enflasyon hedeflemesi politikasının en önemli engellerinden biri olduğu ülkemizde, finansal ve ekonomik yapının enflasyon hedeflemesine resmen geçmek için hazır olmadığı ve politikanın sağlıklı işleyebilmesi için altyapı hazırlıklarının oluşturulması gerektiği belirtilmiştir. Enflasyon hedeflemesi politikasının önündeki en önemli engellerden biri yüksek mali baskınlıktır. Bu durum kısa vadeli faiz oranlarının politika aracı olarak parasal aktarım mekanizması üzerindeki etkinliğini azaltacağı için enflasyon hedeflemesi politikasının en önemli engellerinden biri olarak görülmektedir. Diğer önemli sorun ise güvenilirliktir. Güvenilirlik prensibi temeli gelecek enflasyon endekslemesi olan enflasyon hedeflemesi politikası için temel koşullardan biridir. Bu nedenlerle 2002-2005 yıllarını kapsayan ve '*örtük enflasyon hedeflemesi*' olarak adlandırılan gelecek dönem enflasyona odaklanma sürecinden sonra '*açık enflasyon hedeflemesi*' sürecine geçilecektir.

Enflasyon hedeflemesi politikasının sağlıklı yürütülebilmesi için bazı önkoşulların olduğu daha önceki bölümlerde dile getirilmiştir. Mali baskınlığın olmadığı bir ekonomi, sağlam finansal altyapının varlığı ve bağımsız bir merkez bankası bu çerçevede sayılabilecek temel önkoşullardır. 2002-2006 yılları arasında temel ekonomik göstergelere bakıldığında, 2000'li yıllarda ortaya çıkan kırılganlığın aşılmasına ve para politikasının etkinliğini azaltan durumların ortadan kaldırılmaya çalışıldığı görülmektedir. Bu dönemde temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının yanı sıra para tabanı da ek politika aracı olarak kullanılmıştır. Sabit döviz kuru sisteminden dalgalı döviz kuru sistemine geçişin sağlandığı bu dönemde enflasyon hedeflemesinin verimli ve etkin bir şekilde uygulanabilmesi için çalışılmıştır.

⁵ TCMB, 2002 Para Politikası, (Erişim Tarihi: 11.02.2013)

Tablo 2.2 2002-2006 Yılları Arasında Toplam Dış Borç Göstergeleri

Yıllar	Toplam Dış Borçlar Milyar ABD \$	Kamu Kesimi Milyar ABD \$	Özel Sektör Milyar ABD \$
2002	129.559	86.536	43.023
2003	144.079	95.217	48.863
2004	160.992	97.078	63.914
2005	169.919	85.836	84.083
2006	207.736	87.265	120.471

Kaynak: www.hazine.gov.tr

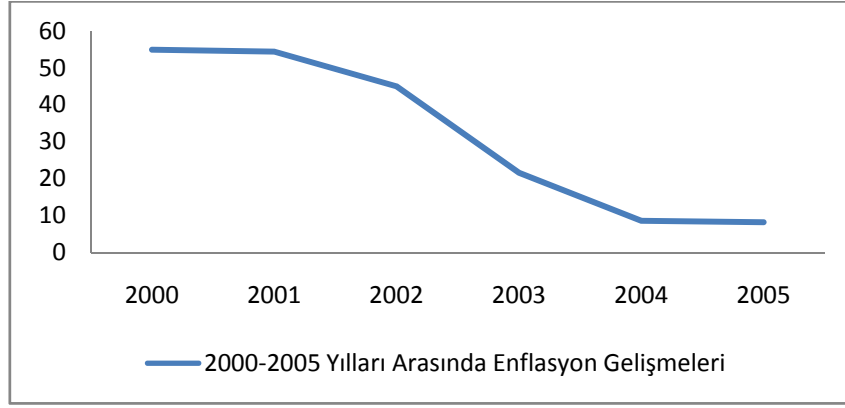
2000’li yılların ikinci yarısında dünya konjonktürünün de etkisiyle faiz oranı düşmüş, kredi hacmi genişlemiş bu da özel sektörün dış borçlar içindeki payını artırmıştır. Yukarıdaki Tablo 2.2’de toplam dış borç artarken özel sektörün toplam dış borç içindeki payının arttığı görülmektedir. 2002 yılında 43 milyar dolar olan özel sektör dış borcu 2006 yılına gelindiğinde 120.4 milyar dolara yükselmiştir. Bu durum 2006 yılından sonra da devam etmiştir. Ancak bu dönemde “enflasyonla birlikte yüksek büyüme hızlarına ulaşılmış...büyüme dinamiklerinin özel sektör ağırlıklı olduğu ve kalıcı bir nitelik taşıdığı görülmektedir.”⁶ Grafik 2.3’te gösterilen iç borç stoku oranlarına bakıldığında 2000’li yılların başında % 29 seviyelerinde iken, 2003 yılında % 54.4’e yükselmiş ve 2006 yılında % 33 seviyesine inmiştir. Enflasyon hedeflemesinin diğer önemli önkoşullarından mali baskınlığın olmaması durumu yani KKBG/GSMH oranı Tablo 1.5’te de görüldüğü gibi 2001 yılında % 77.9 iken 2005 yılına gelindiğinde % 52.7’ye çekilmiştir. Böylece Maastricht kriterine göre % 60 olan bu sınırın altına inilmiştir. KKBG/GSMH oranında yaşanan bu düşüş açık enflasyon hedeflemesi döneminde de devam edecektir.

Yine örtük enflasyon döneminde TCMB bağımsızlığına yönelik önemli adımlar atılmıştır. Daha önceki bölümlerde ele alındığı gibi 25.04.2001 tarihli değişiklikle TCMB kanunlarında bağımsızlık kavramına vurgu yapılmış ve sağlanmıştır.

⁶ TCMB, 2004 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi Hakkında Basın Duyurusu, 2004, (Erişim tarihi:11.02.2013) ,s.1.

Grafik 2.5'te enflasyon hedeflemesine geçiş döneminde tüketici fiyat endeksinin seyri gösterilmektedir.

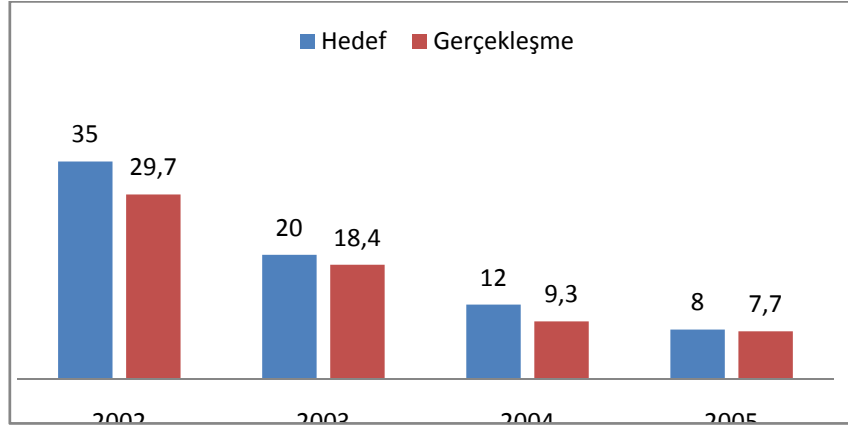
Grafik 2.5 Türkiye'nin 2000-2005 Yılları Arasında Enflasyon Gelişmeleri



Kaynak: oecd.org

2000'li yıllara gelindiğinde yıllık ortalama enflasyon oranı azalma seyri izlemiş ve ilk kez 2004 yılı içinde enflasyon tek haneli rakamlara inerek % 8.6 olarak gerçekleşmiştir. 2004 yılından sonra enflasyon oranlarında % 6.40 ile % 10.45 aralığında dalgalanma yaşanmış ve bu aralıkta enflasyonda katılık ortaya çıkmıştır. Politika açısından bakıldığında hedeflenen oranlar ve gerçekleşen değerler karşılaştırıldığında hedeflenen oranların, beklentilerin üzerinde gerçekleştiği görülse de enflasyon oranlarındaki düşüş otuz yıl süren yüksek enflasyon döneminden sonra başarı olarak algılanmıştır.

Grafik 2.6 2002-2005 Yılları Arasında Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları



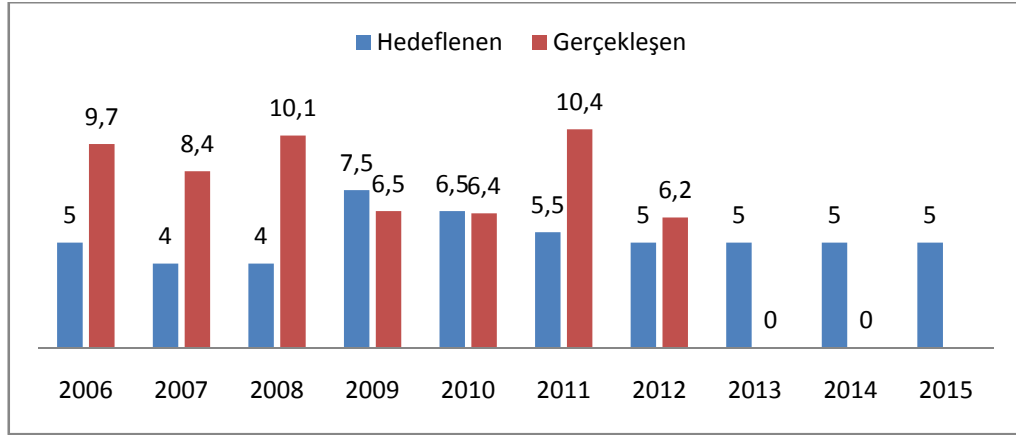
Kaynak: TCMB

Grafik 2.6’da 2002 yılından itibaren hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon oranları gösterilmektedir. Örtük enflasyon hedeflemesi politikasının uygulandığı 2002-2005 yılları arasında enflasyon oranları 2001 yılında % 54.4’ten 2005 yılında % 8.2’ye başarılı bir şekilde indirilmiştir.

2.1.3. Ocak 2006-Aralık 2009 Yılları Açık Enflasyon Hedeflemesi Dönemi

2002-2005 yılları, enflasyon hedeflemesi politikasına geçiş için hazırlık süreci olarak değerlendirilmiş ve enflasyon oranı başarılı bir şekilde % 7.7’ye indirilmiştir. 2006 yılı için % 5 olarak hedeflenen enflasyon oranı, karşılaşılan arz şokları neticesinde % 9.7 olarak hedeflenenin oldukça üstünde gerçekleşmiştir. Enflasyon hedeflemesinde nokta hedef uygulamasını tercih eden TCMB, belirsizlik aralığını 2 puan olarak kabul etmiştir. Nokta hedefin tutturulabilmesinin oldukça zor olduğu bu uygulamada belirsizlik aralığının oluşturulması diğer ülkeler tarafından da uygulanan normal bir durumdur. Bu aralık nokta hedef olan % 5’in 2 puan alt ve üst sınırını yani % 3 ile % 7’nin dışına çıkılması durumunda hedeften uzaklaşıldığını göstermek açısından önemlidir.

Grafik 2.7 Açık Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları



Kaynak: TCMB

Grafik 2.7’de açık enflasyon hedeflemesi sürecinde hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon oranlarının seyri verilmiştir. 2007 yılında % 4 olarak hedeflenen enflasyon oranı 2008, 2009 ve 2010 yılı için de orta vadeli bir hedef olarak kabul edilmiştir. Ancak 2006 yılından itibaren enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artışlara 2008 yılında finansal piyasalardaki istikrarsızlık da eklenince 2008 yılında enflasyon oranı % 10.1 olarak gerçekleşerek hedeflenenin üzerine çıkmıştır. 2008 yılında enflasyon oranında yaşanan bu artışın nedenlerine bakıldığında % 62 ile en yüksek katkı gıda ve enerji fiyatlarından gelmiştir.⁷ Bu şekilde 2006 yılından itibaren hedeflenenin üzerinde gerçekleşen oranlar, 2008 yılında TCMB’nin ilk revizyonu gerçekleştirilmesine neden olmuş; % 4 olan hedefler, 2009 yılı için % 7.5, 2010 yılı için % 6.5’e yükseltilmiş, 2011 yılı için de % 5.5 olarak ilan edilmiştir. Türkiye’de uygulandığı süreçte enflasyon oranları başarılı bir şekilde aşağılara çekilmiş olsa da hedeflerin tutturulamaması politikaya olan güvenin yeniden sarsılmasına ve enflasyon hedeflemesi politikasının *beklentilerin iyi yönetilmesi ve etkin iletişim özelliğinin geri planda kalmasına* neden olmuştur.

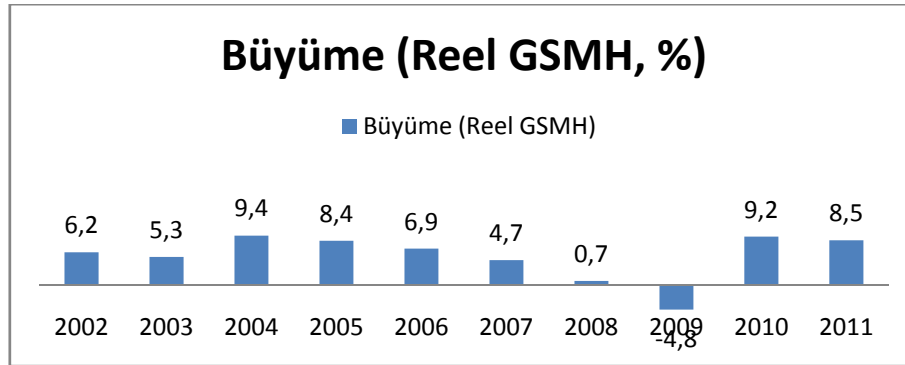
⁷ TCMB, 2009 Enflasyon Raporu-I, (Erişim: www.tcmb.gov.tr), 2009a

2.1.3.1. Küresel Finans Krizinin Türkiye Ekonomisine Etkileri

TCMB'nin 2002-2005 yılları arasında örtük, 2005 yılı ve sonrasında ise açık enflasyon hedeflemesi şeklinde uyguladığı bu süreçte ana politika aracı kısa vadeli faiz oranları olmuştur. Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıyla uygulanabilmesi, merkez bankasının temel amacı olan fiyat istikrarı konusunda kararlı bir tutum sergilemesine bağlıdır. Ancak enflasyon hedeflemesi politikasını uygulayan ülkelere baktığımızda politikayı başarılı bir şekilde yürütüyor olmaları, 2008 küresel finans krizine dahil olmalarını engelleyememiştir.

2008 küresel finans krizinin yaşandığı dönemde uluslararası pek çok şirket ve finans kuruluşu iflasını açıklayarak milyar dolarlık zararlarıyla hem ülke ekonomisini hem de yatırımcılarını büyük hezimetle uğratmıştır. Dünya ekonomisinde tüm bunlar yaşanırken ülkemizde krizin etkileri ABD ve Avrupa piyasalarına nazaran finans sistemi üzerinde fazla hissedilmemiş, bu durum krizin bizi etkilemeyeceğini ifade eden bazı söylemlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Ancak finansal sistemde olumsuz herhangi bir durumun yaşanmaması reel kesimin bu süreçten etkilenmeyeceği anlamına gelmemektedir. Nitekim öyle de olmuştur. Bu dönem içinde küçülerek güçlenmeye devam edileceğinin sinyalleri verilmiş ve TCMB tarafından 14 Nisan 2010 tarihinde çıkış stratejisi olarak adlandırılan yeni para politikası stratejisi kamuoyuyla paylaşılmıştır. Grafik 2.8'de 2002 ile 2011 yılları arasında gerçekleşen büyüme oranları gösterilmektedir. Enflasyon hedeflemesi politikasının uygulandığı bu süreçte % 9.4 ile en yüksek büyüme oranının yakalandığı 2004 yılından sonra büyüme oranı kademeli olarak düşmüş 2009 yılına gelindiğinde ise % 4.8 oranında reel GSMH'de küçülme yaşanmıştır. 2010 yılına gelindiğinde % 9.2 ile neredeyse 2004 yılında gerçekleşen büyüme oranına tekrar ulaşılmıştır.

Grafik 2.8 Türkiye'nin 2002-2011 Yılları Arasındaki Büyüme (Reel GSMH) Oranları



Kaynak: hazine.gov.tr

Gelişmekte olan ülkeler krizin olumsuz etkilerinden korunmak için çıkış stratejileri hazırlayarak krizin etkilerini yumuşatmaya çalışmışlardır. Bu ülkelerden birisi de Türkiye'dir. Bu dönemde TCMB, "Türkiye'nin finansal sisteminin sağlam yapısı ve risk primindeki bozulmanın görece sınırlı kalması, para politikasının hareket alanını genişleten bir unsur olmuştur."⁸

Bununla beraber döviz kurlarında sert düşüşlerin yaşanması finansal istikrarı gözeterek birtakım önlemlerin alınmasına neden olmuştur. Daha sonra küresel iktisadi faaliyetlerde yaşanan ani durgunluk ve fiyatlardaki düşüşler, küresel enflasyonun hızla düşmesine neden olurken, gelişmekte olan ülkelerde faiz indirimlerini beraberinde getirmiştir. Tüm bunlar Türkiye'nin 2008-2011 yılları arasındaki faiz oranlarının gelişiminin gösterildiği aşağıdaki Grafik 2.9'da açıkça görülmektedir.

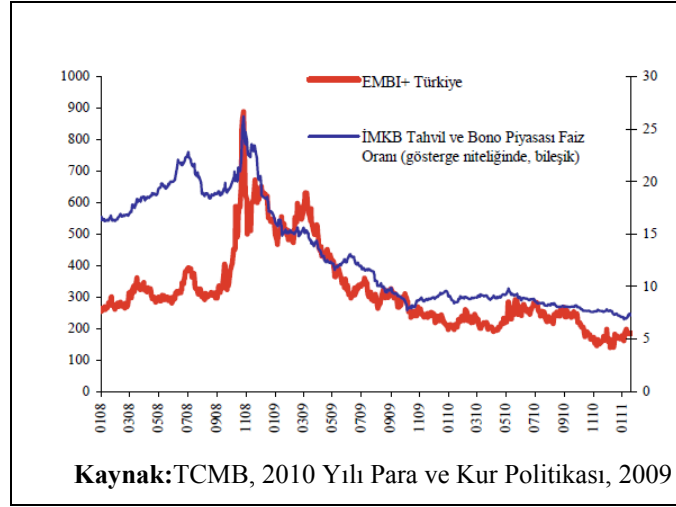
TCMB'nin faiz indirimine gidebileceğine dair beklentilerinin güçlenmesi ve ardından Aralık ayında gelen faiz indirimi kısa vadeli piyasa faizlerinin hızlı bir biçimde düşmesine yol açarken, uzun vadeli faizler üzerinde belirgin bir etkide bulunmadığı gözlenmiştir.⁹

Bunların yanı sıra Türkiye kriz döneminde en fazla faiz indirimine giden ülke olmasına rağmen TL'nin değer bakımından değişiklik yaşamaması ve ciddi dalgalanmaların gözlenmemesi dikkat çekmektedir. Bu durum ülke ekonomisine duyulan güvenin artmasına neden olmuştur.

⁸ TCMB, 2009 Enflasyon Raporu-I, 2009b, (Erişim: www.tcmb.gov.tr)

⁹ TCMB, Enflasyon Raporu 2011-I, 2011a, s.6

Grafik 2.9 Faiz Oranlarındaki Gelişmeler (Yüzde)



TCMB normalde olduğu gibi kriz döneminde de orta vadeli uygulamalarına devam etmiştir. Bu dönemde tek amacı fiyat istikrarı olmamış, fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da gözeterek şekilde TL ve döviz likiditesindeki aksaklıkları azaltacak, kredi piyasalarının sağlıklı işlemlerini sağlayacak ve reel sektörü destekleyecek bir dizi ek önlemler almıştır.¹⁰

Kararlılıkla yürütülen para politikası finans sisteminde ve beklentiler üzerinde etkili olmuş, TCMB yürüttüğü para politikası çerçevesinde faiz seviyeleri tarihin en düşük seviyelerine inmiş ve bu uzun vadede getiriler eğrisinin yavaşlamasına neden olmuştur. Sadece Türkiye değil yüksek riskli pek çok gelişmekte olan ülke ekonomisi kriz sürecinden güçlenerek çıkmış sahip oldukları risk algılamasını değiştirmiştir. Aralık 2011 tarihinde Başbakan Yardımcısı Ali Babacan Türkiye ile AB üyesi ülkeler arasındaki farkı şu cümleyle anlatır; “Kendi paralarıyla borçlanırken ki risk primleri, bizim onların parasıyla borçlanmamızdan daha fazla. 15 AB ülkesi bizden daha riskli görünüyor.”

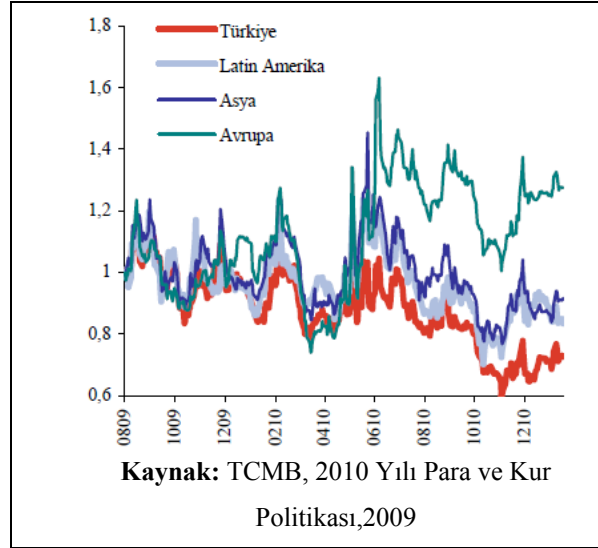
Gelişmekte olan ülkelerin ve Avrupa ülkelerinin risk primlerinin gösterildiği Grafik 2.10’da Ali Babacan’ın dediği gibi Türkiye’nin sahip olduğu risk priminin Avrupa ülkelerinin sahip olduğu risk primlerinden oldukça aşağıda olduğu görülmektedir. Risk primindeki dalgalanmalar 2009 yılında azalma gösterse de devam etmiş; bu durum parasal genişleme önlemlerinin alınmasıyla borçların sürdürülebileceği izlenimi

¹⁰ TCMB, 2010 Yılında Para ve Kur Politikası, Ankara, 2009b, s.3.

vermiş, bu olumlu izlenimin etkisiyle sermaye girişlerinin artması risk primlerinde azalmaya neden olmuştur. Ancak 2010 yılında borçların sürdürülebilirliğiyle alakalı endişelerin çoğalmasıyla risk primindeki dalgalanmalar artmıştır.

Kısaca Ekim 2008 tarihinden bu yana yaşanan gelişmeler, enflasyon hedeflemesi rejiminin iktisadi şoklara zamanında tepki verebilmesine olanak tanıyan esnek bir rejim olduğunu göstermiştir.¹¹ Bu dönemde ihtiyaç duyulan önlemler mali disiplini artırarak ve yapısal düzenlemelerle kredi riskinde yaşanan görece iyileşmeyi desteklemek ve faizlerdeki düşüşü uzun vadede kalıcı hale getirecek politikalardır.

Grafik 2.10 Gelişmekte Olan Ülkelerin Risk Primi Göstergesi



Politikada yapılan değişikliklerin yanında bazı ülkeler yapısal bir takım değişikliklere gitmiştir. Bununla ilgili BIS'in yaptığı bir araştırmada İngiltere'nin aldığı ek makro sakıncalı politikaları başarıyla uygulayabilmesi için kurumsal yapılandırmaya bile gittiği dile getirilmektedir.¹² TCMB da, 14 Nisan 2010 tarihinde geliştirdiği çıkış stratejisini kamuoyuna ilan etmiştir. Bu programla birlikte kısa vadeli faiz oranlarından farklı olarak zorunlu karşılık oranlarının da aktif olarak kullanılabilmesi kabul edilmiştir. Böylece yüksek enflasyonun bir numaralı nedeni olan parasal genişlemenin

¹¹ TCMB, 2010 Yılında Para ve Kur Politikası, Ankara, 2009b, s.9.

¹² BIS, Central Bank Governance and Financial Stability, 2011

önüne geçileceği düşünülmüştür. Aynı zamanda finans sisteminde kullanılacak kredi miktarı da kontrol altına alınabilecektir. TCMB hedefleri oluşturma aşamasında döviz kuru, haftalık faiz oranları gibi enflasyonu etkileyen bir takım belirleyicileri de dikkate almaktadır. Bu durum sadece fiyat istikrarı konusunda değil ekonomik istikrar konusunda da önlemler alınarak ekonomide bir bütünlük sağlanmasına yardımcı olacaktır.

2008 yılı Ekim ayında ABD’de finansal piyasalarda ortaya çıkan ve diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri de içine alan finansal krizle birlikte, bazı ülkelerde 1980’lerden bu yana uygulanan ve temel amacı fiyat istikrarı olan enflasyon hedeflemesi politikasının fiyat istikrarı beraberinde finans sisteminin istikrarını da sağlayamayacağı ortaya çıkmıştır. Şimdiye kadar hem hükümetler hem de para politikası otoriteleri tarafından fiyat istikrarı temel amaç olarak kabul edilmiş ve bu yönde hareket edilmiştir. Ancak fiyat istikrarının tek başına yeterli olup olmayacağı konusunda ortak ve kesin bir görüşe varıldığı söylenemez. Nitekim son yıllarda küresel ekonomik krizin de etkileriyle birlikte sadece ülkemizde değil pek çok ülke ekonomisinde finansal istikrar gibi başka amaçlar da gündeme gelmekte ve bu yönde politika değişiklikleri tartışılmaktadır. 2008 küresel finans kriziyle birlikte finansal istikrar kavramının yoğun olarak tartışılması, bu kavramın daha önce ele alınmadığı anlamına gelmemektedir. 2008 küresel finans krizinden önce finansal istikrar kavramıyla ilgili tartışmalar bu kavramın tanımı ve çerçevesi üzerine kuruluyken, 2008 küresel finans krizinden sonra tartışmalar finansal istikrarın nasıl sağlanacağı ile ilgili politikalar üzerine kurulmuştur.¹³

Finansal kriz dönemlerinde ortaya çıkan aşırı kredi genişlemesi, banka bilançolarında yaşanan bozulmalar, kısa vadeli sermaye akımlarındaki artış ve finansman kaynaklarının vade yapısındaki dengesizlikler gibi sorunlarla baş edebilmek için ek birtakım makro sakıngan araçlar kullanılsa da finansal istikrarı yeniden sağlayacak politikalarla ilgili bazı soruların sorulması engellenememiştir. Ersel¹⁴ ve

¹³ Göksel Tiryaki, **Finansal İstikrar ve Bankacılık Düzenlemeleri (1990-2010 Türkiye tecrübesi Işığında)**, Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No. 289, İstanbul, 2012, s.2

¹⁴ Hasan Ersel, “Finansal İstikrarın Sağlanması İçin Nasıl Bir Mekanizma Tasarlanmalıdır?”, **İktisat İşletme ve Finans**, 27 (315), 2012, ss.37-49.

Özatay'ın¹⁵ da üzerinde durduğu üç sorun karşımıza çıkar. İlki temel amacı fiyat istikrarı olan *klasik enflasyon hedeflemesi* politikasının finansal istikrarı da barındıracak şekilde yeniden nasıl düzenleneceği, ikincisi getirilen ek makro sakinleştirici araçların fiyat istikrarıyla paralel şekilde nasıl uygulanacağı ve son olarak bu politikaları beraber sorunsuz uygulayabilecek kurumsal yapılandırma sorunudur. Daha önce fiyat istikrarının tanımına ve bu kavramla neyin kastedilmek istendiği açıklanmıştır. Bu açıklamada olduğu gibi düşük ve sürdürülebilir enflasyon seviyesi pek çok gelişmekte olan ülke tarafından yüzde bir ile üç aralığında kabul edilmektedir. Oysa bu oran ülkemizde daha yüksek olarak belirlenmekte ve hedeflenmektedir. Bunun nedenleri 2010 Yılı Para Politikası Raporunda;

- Ülkemizde son yıllarda yaşanan yapısal dönüşüm,
- Geçmişte yüksek enflasyonla birlikte yaşamın getirdiği katılıklar,
- Avrupa Birliğiyle uyum sürecinde ülkemizin gelişmiş ülkelere ve Birliğe yakınsama süreci,
- TC Merkez Bankasının temel amacı olan fiyat istikrarıyla uyumlu hedeflenen oran ve bu oranın iktisadi birimlerin karar alma süreçlerini olumsuz etkilemeyecek oranda düşük olması, şeklinde sıralanmıştır.

Fiyat istikrarı kavramına bu şekilde yer verilmesi onun tanımlanabilir ve hedeflenebilir bir amaç olduğunu göstermektedir. Oysa aynı şeyi finansal istikrar kavramı için söylemek mümkün değildir. Bunun temel nedeni “finansal istikrar kavramının çok boyutlu bir olguyla ilgili olmasıdır. Bu boyutların yorumuna, onlara verilen ağırlıklara ilişkin farklılıklar, araştırmacıları değişik tanım vermeye götürür.”¹⁶ Ancak finansal istikrar kavramı için unutulmaması gereken; tek tek tüm finansal birimlerin bir bütün olarak dikkate alınmasıyla sağlanabileceği ve yine bir bütün olarak finansal piyasalar aracılığıyla etkisini reel kesim üzerinde gösterebileceğidir.

¹⁵ Fatih Özatay, “Para Politikasında Yeni Arayışlar ve TCMB”, **TEPAV**, R201202, 2012a, www.tepav.org.tr, Fatih Özatay, “Para Politikasında Yeni Arayışlar”, **İktisat İşletme ve Finans**, 27 (315), 2012b, ss.51-75.

¹⁶ Hasan ERSEL, “Finansal İstikrarın Sağlanması İçin Nasıl Bir Mekanizma Tasarlanmalıdır?”, **İktisat İşletme ve Finans**, 27 (315), 2012, ss.37-49, s.38.

2.1.4. 2009 Yılı Sonrası Modern Enflasyon Hedeflemesinin Uygulaması

2008 küresel finans krizinden sonra fiyat istikrarını hedefleyen enflasyon hedeflemesi politikasının finansal istikrarı sağlamada yetersiz olduğu ortaya çıkmıştır. Nitekim finansal istikrarsızlık kavramı fiyat istikrarsızlığı yanında reel kesimi de etkileyen geniş bir kavramdır. 2008'deki finansal krizin değerlendirildiği ve Ersel'in de ele aldığı önlemlerin çerçevesi şu şekilde çizilmiştir;

- i. Merkez bankaları fiyat istikrarını, finansal istikrar bağlamında, sağlamayı hedeflemelidirler,
- ii. Düzenleme/denetleme yetkileri, finans kurumlarının sağlıklı olmaları sorununu finansal sistemin bir bütün olarak işleyişinin yaratabileceği riskleri (sistemik risk) hesaba katarak, sağlamalı, yani mikro-sakıngan önlemlerin ötesine geçilmelidir.

“Gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülke 2008-2010 yıllarında politika faiz oranlarını krize karşı bir önlem olarak indirmiş, gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz oranları yüzde 0 seviyesine yaklaşmıştır.”¹⁷ Bu durumda, “finansal sistem zayıf ise sadece faiz oranlarının kullanılması yetersiz kalacak ve finansal istikrar için başka politika araçlarına ihtiyaç doğacaktır.”¹⁸ Ayrıca düşük faiz oranlarının likiditeyi bollaştırması ve tüketici harcamalarını artırması yoluyla finansal istikrarsızlığı artırdığı dile getirilmiştir.¹⁹ Finansal istikrar kavramının klasik enflasyon hedeflemesine dahil edilmesi TCMB'yi politika araçlarını çeşitlendirmeye yönlendirmiştir. 2008 küresel finans kriziyle birlikte faiz oranlarının yanı sıra zorunlu karşılık oranları, faiz koridoru ve rezerv opsiyon mekanizması politika aracı olarak devreye girmiştir.

Klasik enflasyon hedeflemesi dönemi ile modern enflasyon hedeflemesi dönemi, amaç ve politika araçları bakımından aşağıdaki tabloda olduğu gibi farklılaşmaktadır;

¹⁷ Nursel Yavuzarslan, “Finansal İstikrar ve Zorunlu Karşılıklar”, (Uzman Yeterlilik Tezi), TCMB Bankacılık ve Finans Kuruluşları Genel Müdürlüğü, Ankara, 2011, s.104.

¹⁸ Jose De Gregorio, “Recent Challenges of Inflation Targeting”, **BIS Papers No.51**, Monetary and Economic Department, March 2010, s.10.

¹⁹ Nursel Yavuzarslan, a.g.e, s.105.

Tablo 2.3 Enflasyon Hedeflemesi Politikası Amaç ve Araçları

	Klasik Enflasyon Hedeflemesi	Modern Enflasyon Hedeflemesi
Amaçlar	Fiyat İstikrarı	Fiyat İstikrarı Finansal İstikrar
Araçlar	Politika Faizi	Politika Faizi Zorunlu Karşılık Oranları Rezerv Opsiyon Mekanizması Faiz Koridoru

Kaynak: Tabloda kullanılan bilgiler TCMB kaynaklarından derlenmiştir.

Küresel risk iştahının artıp finansal istikrarsızlığın ortaya çıktığı bu dönemde, artan sermaye girişleriyle genişleyen kredi hacmi ve yerli paranın aşırı değerlenmesi gibi sorunları engellemek için kredi ve döviz kurları ara değişken olarak kullanılmıştır. Böylece uygulanan para politikasının etkinliği artırılmıştır. Oysa klasik enflasyon hedeflemesi döneminde böyle bir durumda kullanılacak tek değişken kısa vadeli faiz oranlarıydı. Kriz dönemlerinde faiz oranının artırılması yerli paranın değerlenmesine ve ülkeye sermaye akımının artmasına neden olacağı, bunun da finansal istikrar amacıyla çelişeceği ortadadır. Yine bu dönemde faiz oranlarının düşürülmesi ise, ülkeye sermaye akışını engelleyecek ancak iç talebi destekleyeceği için bu sefer de fiyat istikrarını tehdit eder duruma gelecektir. Öyleyse dış denge ile iç dengeyi sağlayan faiz oranının aynı olmadığı sonucu ortaya çıkar.

Ayrıca önemli olan bir diğer nokta, aynı anda kullanılan bu iki politika aracının birbirlerini olumsuz yönde etkilemiyor olması gerektiğidir. Faiz oranlarının ekonomiyi etkileme yoluna bakıldığında piyasadaki likiditeyi fiyatlar üzerinden dolaylı olarak etkilediği görülmektedir. Zorunlu karşılık oranları ise doğrudan likidite genişlemesini etkiler.²⁰ Bu durumda faiz oranları ile zorunlu karşılık oranlarının birbirini tamamladığı düşünülebilir. Fakat Özatay²¹ çalışmasında bu iki politika aracının birbirlerinin etkilerini nötrleyebileceğine dikkat çekmiştir. Zorunlu karşılık oranlarının artırılmasıyla bankaların hesaplarında bulundurduğu mevduat azalarak müşteriye açabileceği kredi miktarı kısıtlanır. Enflasyon hedeflemesi politikası çerçevesinde ise

²⁰ Ayrıntılı bilgi için bkz Nursel Yavuzarslan, “Finansal İstikrar ve Zorunlu Karşılıklar”, (Uzman Yeterlilik Tezi), TCMB Bankacılık ve Finans Kuruluşları Genel Müdürlüğü, Ankara, 2011, s.105-110.

²¹ Fatih Özatay, “Para Politikasında Yeni Arayışlar ve TCMB”, **TEPAV**, R201202, 2012a, www.tepav.org.tr, s.64.

politika faiz oranı ile piyasa faiz oranının birbirlerine yakın olması ve bu faiz oranından bankalara borç verebilmesi gerekir. Faiz oranları ve zorunlu karşılık oranları aynı anda kullanıldığında, zorunlu karşılık oranlarının artırılmasıyla kredi hacmi daralan bankalar, TCMB'den piyasa faiz oranıyla borç alarak azalan likiditelerini karşılayabilme imkanına sahiptirler.

2.1.4.1. Para Politikası Aracı Olarak Zorunlu Karşılık Oranları

Zorunlu karşılık genel anlamda mevduat kabul eden finansal kuruluşların topladıkları mevduatlara karşılık olarak merkez bankası nezdinde tutmak zorunda oldukları parasal tutarı ifade etmektedir.²² Zorunlu karşılık oranlarında yapılacak bir değişiklik likidite, maliyet ve faiz kanalı ile para arzını etkilediğinden merkez bankaları tarafından para politikası aracı olarak kullanılabilir. 2009 yılı sonrası modern enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya başlandığı dönemde de TCMB, zorunlu karşılık oranları ile kredi genişlemesini engellemeyi hedeflemiştir. Bu amaç doğrultusunda;

- Zorunlu karşılıklara faiz ödenmesine son verilmiştir.
- Zorunlu karşılık oranları kademeli olarak artırılmaya başlanmıştır.
- Zorunlu karşılık yükümlülükleri genişletilmiştir.

Yukarıdaki uygulamaları tek tek açıkladığımızda; zorunlu karşılıklara faiz ödemesine son verilmesi durumunda “faiz getirisi olmayan veya politika faiz oranının altında bir faiz kazancı sağlayan zorunlu karşılıklar ticari bankaların mevduat ve kredi faizleri arasındaki farkı etkilemektedir.”²³ Bankalar kaybettikleri faiz gelirini kredilerine yükledikleri ek primlerle karşılama yolunu seçerler. Böylece maliyetli hale gelen kredi talebi azalacaktır. Diğer bir uygulama olan zorunlu karşılık oranlarının kademeli olarak artırılması zaten direkt olarak para arzını daraltıcı etkiye sahiptir. Bankaların ellerinde bulundurdukları mevduat miktarlarına göre merkez bankasında bulundurmak zorunda olduğu para miktarının artması bankaların vereceği kredi miktarını doğrudan daraltacaktır. Ayrıca zorunlu karşılık oranlarının yükümlülükleriyle

²² İsmail Anıl Talaslı, “Türkiye’de Bankacılık Sistemi Zorunlu Karşılık Yönetimi”, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Mayıs 2012, s.3.

²³ İsmail Anıl Talaslı, a.g.e, s.6.

ilgili düzenlemeye gidilerek bankaların sahip olduğu mevduatların vadesine göre düzenlenmiş; zorunlu karşılık oranlarının kısa vadeli mevduatlar için daha yüksek olacağı, mevduatların vadesi uzadıkça zorunlu karşılık oranlarının azalacağı belirtilmiştir.

Zorunlu karşılık oranları *maliyet kanalı* ve *faiz kanalı* olmak üzere krediler üzerinde iki kanaldan etkili olmaktadır.

(i) *Maliyet kanalı*; zorunlu karşılık oranlarındaki değişimler bankaların kaynak maliyetini doğrudan etkilediğinden, bu maliyet etkileri kolayca hesaplanabilir. (Mevduat Faiz Oranı \times ZKO) “TCMB’nin 2010 Eylül ayından itibaren zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalamasını %13,3 seviyesine çekmesi ile ortaya çıkan maliyet etkisinin yaklaşık 100 baz puana ulaştığı hesaplanmaktadır. Diğer bir ifadeyle, bankalar topladıkları her 100 liralık mevduat için 1 lira zorunlu karşılık maliyeti ödemektedir.”²⁴

(ii) *Faiz ve likidite kanalı*; bu etki bankaların yükümlülüklerinin yapısını değiştirmesinden kaynaklanmaktadır. Normalde zorunlu karşılık oranlarının artırılmasıyla piyasadan çekilen likidite, bankaların TCMB kaynaklarından borçlanma yoluyla piyasaya geri kazandırılabilir. Böylece zorunlu karşılık oranları, krediler üzerinde etkin bir politika aracı olarak kullanılamaz. Ancak bunu engelleyen bir durum vardır. TCMB’nin ilan ettiği politika faiz oranının vadesi ile zorunlu karşılık oranlarının vade yapısı farklılaşır. Bu da zorunlu karşılık oranları ile ortaya çıkan likidite açığının hepsinin TCMB kaynaklarıyla giderilmesini etkileyecektir. TCMB’nin ilan ettiği politika faizinin ortalama vadesi 50 gün iken, aynı faize zorunlu karşılık oranının vadesi 1 yıl gibi bir ortalama sahiptir. İşte vade uyumsuzluğundan ortaya çıkan bu ilave faiz riski caydırıcı bir etki yaratmaktadır.

²⁴ Erdem Başçı, Hakan Kara, “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, **TCMB Çalışma Tebliği No: 11/08**, Mayıs 2011, s.6-7.

2.1.4.2. Para Politikası Aracı Olarak Politika Faizi ve Faiz Koridoru

Klasik enflasyon hedeflemesi ile modern enflasyon hedeflemesi döneminde uygulanan politika faiz oranına bakıldığında, birbirlerinden farklı oldukları dikkat çeker. Birinci fark; klasik enflasyon hedeflemesinde uygulanan politika faizi hedeflenen faiz oranından farklı değilken, modern enflasyon hedeflemesindeki politika faizi ile hedeflenen faiz oranı döviz ve kredi kanalının politika aracı olarak kullanılmasıyla birbirinden ayrılmaktadır. İkinci fark; klasik enflasyon hedeflemesi döneminde politika faizi aylık yapılan Para Politikası Kurulu toplantılarıyla belirlenirken, modern enflasyon hedeflemesi döneminde küresel konjonktür dikkate alınarak piyasada günlük olarak dalgalanmaya bırakılmıştır.

Bu dönemde TCMB tarafından kullanılan bir diğer politika aracı faiz koridoru olmuştur. Faiz koridoru politika aracı olarak geleneksel enflasyon hedeflemesinde de kullanılmakla birlikte modern enflasyon hedeflemesinde uygulanan şekilden ayrılmaktadır.²⁵ Şöyle ki; geleneksel enflasyon hedeflemesinde faiz koridoru belirlenen politika faizi etrafında simetrik ve dar bir bantta seyrederek aktif olarak kullanılmazken, modern enflasyon hedeflemesinde faiz koridoru daha geniş ve asimetric olarak belirlenerek aktif olarak kullanılmaktadır.

Böylece kriz döneminde ülkeye kısa vadeli sermaye akımlarını engellemek ve küresel risk iştahının artmasından kaynaklanan finansal risklerin etkisini en aza indirmek için gecelik borç verme ve borçlanma faiz aralığından oluşan faiz koridorunun genişliği artırılarak geleceğe dair belirsizlik oluşturulup kısa vadeli faiz oranlarındaki oynaklığın artırılması yoluyla sermaye akımlarının yavaşlatılması amaçlanmıştır.

2.1.4.3. Para Politikası Aracı Olarak Rezerv Opsiyon Mekanizması

Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM), son dönemlerde sermaye hareketlerinde görülen kısa vadeli oynaklıklardaki ve küresel risk iştahındaki artışın finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkisini hafifletmek için geliştirilen yeni bir politika aracıdır.

²⁵ TCMB, 2013 Yılı Para ve Kur Politikası, s.4-5.

Rezerv Opsiyon Mekanizmasının kullanılmasındaki amaçlar;

- Türk lirasının oynaklığını düşürmek ve kredilerin sermaye hareketlerine duyarlılığını azaltmak,²⁶
- Sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın ve küresel risk iştahındaki artışın finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlandırmak,²⁷
- Döviz rezervlerini dış finansman koşullarındaki değişimlere göre ayarlayabilmesinin, sermaye akımlarının döviz kuru ve krediler üzerinde oluşturduğu oynaklığı azaltmak.²⁸

Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM), “bankaların Türk lirası (TL) zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdesini yabancı para (YP) ve altın cinsinden tesis edebilmelerine imkân tanıyan bir uygulamadır. Birim TL zorunlu karşılık başına tesis edilebilecek YP veya altın karşılığını belirleyen katsayılar ise *rezerv opsiyonu katsayısı* (ROK) olarak tanımlanmıştır.”²⁹

Uygulamayı daha anlaşılır hale getirebilmek için bir örnekle açıklayalım. Bankaların TCMB nezdinde tutmak zorunda oldukları zorunlu karşılık miktarının 100 TL olduğu düşünülüğünde, bu miktarın döviz olarak tutulmak istenmesi karşılığında rezerv opsiyon oranının % 50 ve bu orana karşılık gelen rezerv opsiyon katsayısının ise 2 olduğunu varsayalım. Dolar/TL kuru ise 1,80 olsun. Bu durumda bankalar 100 TL’lik zorunlu karşılık yükümlülüklerinin yerine $(50 \times 2) / 1,8 = 55,5$ dolar ayırabilme imkanına sahiptirler.

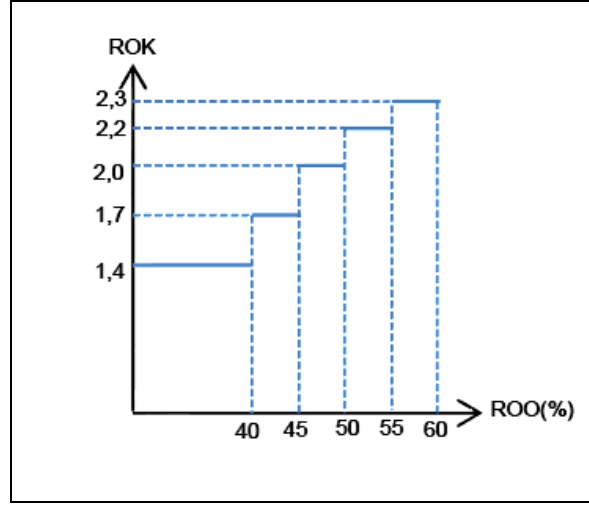
²⁶ Doruk Küçükşaraç, Özgür Özel, “Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması”, **TCMB Çalışma Tebliği No: 12/32**, Kasım 2012, s.1.

²⁷ Koray Alper, Hakan Kara ve Mehmet Yörükoğlu, “Rezerv Opsiyonu Mekanizması”, **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı: 2012-28, 22 Ekim 2012, s.2.

²⁸ TCMB, 2013 Yılı Para ve Kur Politikası, 25 Aralık 2012, Ankara, s.5.

²⁹ Koray Alper, Hakan Kara ve Mehmet Yörükoğlu, a.g.e., s.2.

Grafik 2.11 TCMB Tarafından Uygulanan ROM Uygulaması (Döviz için)



Kaynak:TCMB

TCMB tarafından uygulanan Rezerv Opsiyon Mekanizmasının ROO (Rezerv Opsiyon Oranı %) ve ROK (Rezerv Opsiyon Katsayısı) değerleri yukarıdaki grafikte gösterilmiştir. Rezerv opsiyon imkanlarının hepsinin kullanılması halinde yani % 60'lık imkanın tamamının kullanılması durumunda ayrılması gereken döviz miktarının TL karşılığı,

$$[ZK'ya tabi Toplam TL Yükümlülükleri] \times [0,4 \times 1,4 + 0,05 \times 1,7 + 0,05 \times 2,0 + 0,05 \times 2,2 + 0,05 \times 2,3]$$

formülü ile hesaplanmaktadır. Elde edilen sonucun döviz kuruna bölünmesiyle çekilen toplam döviz miktarı bulunacaktır. Ancak banka rezerv opsiyon imkanını kullanırken kendi maliyet durumunu dikkate aldığından rezerv opsiyon imkanının ne kadarının kullanılıp kullanılmayacağı farklılaşabilir. Eğer % 50'lik kısmını kullanmak isteseydi formülde son % 10'luk kısma denk gelen $(0,05 \times 2,2 + 0,05 \times 2,3)$ tutarın karşılığı sıfır olacaktı.

Yukarıda anlatıldığı şekilde uygulanan ROM'un ekonomideki dengeleyici rolü sayesinde kısa vadeli sermaye hareketlerinde görülen dalgalanmanın etkisinin azaltılması amaçlanmıştır. Kısa vadeli sermaye girişlerinin arttığı ve azaldığı dönemlerde rezerv opsiyon mekanizması şu şekilde işler:

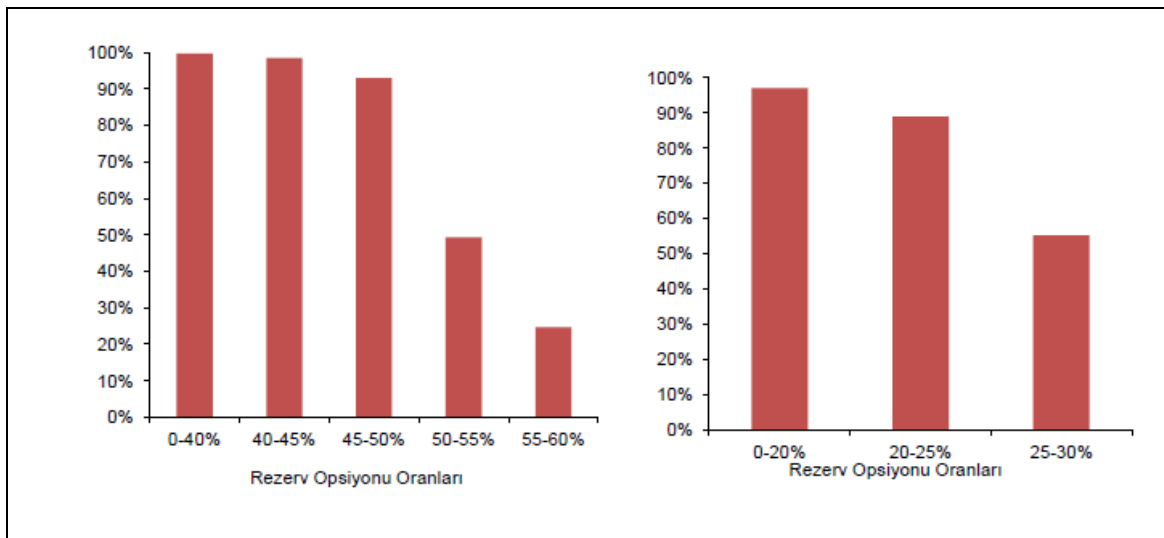
Kısa vadeli sermaye girişlerinde yaşanan artış, piyasada var olan döviz miktarını artıracığından, TL dövizine göre daha maliyetli olacaktır. Böylece bankalar zorunlu karşılık oranlarının daha fazla kısmını döviz cinsinden tutmak isteyecekler ve hem piyasadaki döviz miktarı azalacak hem de TL'nin değerlenmesi engellenecektir.

Kısa vadeli sermaye girişlerinin yavaşlamasıyla, piyasada var olan döviz TL'ye göre maliyetli hale gelecek ve bankalar ihtiyaç duydukları döviz, TCMB nezdinde zorunlu karşılık olarak ayırdıkları döviz likiditesinden karşılayacak ve ihtiyacı kadar olanı piyasaya çıkartarak TL'nin değer kaybetmesini önleyeceklerdir. İki durumda da ROM, ekonomide döviz likiditesini ve TL'nin değerini dengeleyici bir rol üstlenmektedir.

TCMB tarafından bankalara 12 Eylül 2011 tarihinden itibaren Türk lirası cinsinden ayrılan zorunlu karşılıkların ilk önce % 10'luk diliminin döviz cinsinden ve Ekim 2011 tarihinden itibaren de altın olarak ayrılmasına fırsat tanınmıştır. Daha sonra ROO, kademeli olarak % 20, % 40'a yükseltilmiş ve 1,4 olan ROK değiştirilmemiştir. Daha sonra kademeli olarak döviz için % 60'lık ve altın için % 30'luk dilime kadar yükseltilmiş ve döviz için her % 5'lik dilim artışına karşılık ROK sırasıyla; 1,7, 2, 2,2 ve 2,3 olarak belirlenmiştir.

Grafik 2.12 Bankaların Rezerv Opsiyonu Dilimi Kullanma Oranları

(12 Ekim 2012 itibariyle)



Kaynak:TCMB

Yukarıdaki Grafik 2.12’de 12 Ekim 2012 tarihinden itibaren bankaların sırasıyla döviz ve altın rezerv opsiyonu dilimi kullanma oranları verilmiştir. Rezerv opsiyon katsayılarının yüksek olduğu dilimlerde bu imkanın çok fazla kullanılmadığı görülmektedir. Bu durumu etkileyen en önemli faktör; “bankalar arasında yabancı para ve altın fon bulma maliyetlerindeki farklılaşmadır.”³⁰

2.1.4.4. Modern Enflasyon Hedeflemesi ve Kurumsal Değişim

Enflasyon hedeflemesi politikası uygulanmaya başlandığından bu yana politika uygulayıcıları fiyat istikrarına yönelmişlerdir. Modern enflasyon hedeflemesiyle finansal istikrara yönelen yeni para politikası stratejisi geliştirilmiştir. Bu politikayı fiyat istikrarıyla çelişmeyecek şekilde uygulayacak yeni kurumsal yapıya ihtiyaç doğmuştur. Bu doğrultuda Türkiye’deki uygulamaya bakıldığında, 8 Haziran 2011 günü finansal istikrarsızlıkla başa çıkabilecek makro-sakıngan (makro-ihtiyatlı) politikaları uygulayacak Finansal İstikrar Komitesi kurulmuştur.

Bu tür uygulamalara diğer enflasyon hedefleyicisi ülkelerde de rastlamak mümkündür. Örneğin, İngiltere’de de benzer bir uygulamaya geçilmiştir. Ancak Türkiye’deki uygulamanın, İngiltere’deki uygulamadan önemli bir farkı bağımsızlığı konusundaki şüphelerdir. İngiltere’de oluşturulan yeni kuruluşun (İngiltere Merkez Bankasının kendi BDDK’sı ile oluşturulduğu için) bağımsızlığından şüphe edilmemektedir. Ancak aynı durumu başkanı hazineden sorumlu bakan, üyeleri Hazine Müsteşarı, TC Merkez Bankası Başkanı, BDDK Başkanı, SPK Başkanı ve TMSF Başkanı olan Finansal İstikrar Komitesi için söylemek pek mümkün değildir.

2.1.4.5. Modern Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye Ekonomisi³¹

2008 yılı finans krizi sürecinde küresel ekonomiye bakıldığında kontrolsüz biçimde artan likidite ülkelerin cari işlemler dengesi, kamu borç stoku gibi önemli ekonomik göstergelerinde bozulmalara neden olmuştur.

³⁰ Doruk Küçükşaraç, Özgür Özel, “Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması”, **TCMB Çalışma Tebliği No: 12/32**, Kasım 2012, s.27.

³¹ Bu bölümde TCMB’nın yıllık olarak yayınladığı Para politikası Raporlarından ve 2010 Yılı Çıkış Stratejisi’nden yararlanılmıştır.

Bu dönemde gelişmiş ülke ekonomileri merkez bankaları bilançolarının bozulmalarını göze alarak piyasalara yüksek miktarlarda likidite sağlamış neticede yüksek bütçe açıklarıyla karşı karşıya kalmıştır. Yüksek bütçe açıklarının bir başka nedeni; “hükümetler tarafından uygulanan destek paketlerinin yanı sıra vergi hasılatının yüksek olduğu konut ve inşaat sektöründe görülen daralma olmuştur.”³² Ayrıca kredi genişlemesi ile varlık fiyatlarında yaşanan aşırı artışların kriz ile birlikte tekrar gerilemesi ülkelerin bütçe açıklarını artıran diğer bir nedendir. AB üyesi ülkelere bakıldığında Yunanistan, İtalya, Belçika hatta Almanya ve Fransa'nın yüksek borç stoku/GSMH oranları göze çarpmaktadır.

Tablo 2.4 AB Üyesi Ülkelerde ve Türkiye’de AB Tanımlı Borç Stoku/GSMH (%)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Euro Bölgesi (17 Ülke)	70,1	68,5	66,3	70,1	79,8	85,3	88,1	90,0
AB (27 Ülke)	62,8	61,5	59,0	62,5	74,7	80,1	82,4	84,5
Yunanistan	100,0	106,1	107,4	113,0	129,3	144,9	160,8	153,2
İtalya	105,4	106,1	103,1	105,8	115,5	118,4	120,1	123,4
Belçika	92,0	88,0	84,1	89,3	95,9	96,2	98,5	99,1
Portekiz	62,8	63,9	68,3	71,6	83,0	93,3	106,8	112,4
Almanya	68,6	68,1	65,2	66,7	74,4	83,2	81,5	78,9
Fransa	66,4	63,7	64,2	68,2	79,0	82,3	86,3	89,0
Macaristan	61,7	65,9	67,0	72,9	79,7	81,3	80,4	76,3
İngiltere	42,5	43,4	44,4	54,8	69,6	79,9	82,5	88,4
Avusturya	64,2	62,3	60,2	63,8	69,5	71,8	72,2	73,9
Hollanda	51,8	47,4	45,3	58,5	60,8	62,9	66,2	70,1
İspanya	43,1	39,6	36,2	40,1	53,8	61,0	68,5	79,0
Türkiye	52,7	46,5	39,9	40,0	46,1	42,2	39,4	37,0

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı ve İstanbul Sanayi Odası, “AB Ülkelerinin Temel Ekonomik Göstergeleri”, 2012, s.17.

³² Hakkı Odabaş, Ercan Bahtiyar, ”Küresel Kriz Bağlamında AB Üye Ülkeleri Bütçe Açıkları: Genel Bir Değerlendirme”, **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Cilt 2, Sayı 1, 2010, ss.161-167, s.163

Yukarıdaki Tablo 2.4'te Türkiye ve AB üyesi ülkelerin borç stoku/GSMH oranları gösterilmektedir. Maastricht kriterlerine göre hesaplanan AB tanımlı borç stoku/GSMH oranının, mali disiplin çerçevesinde % 60'ı geçmemesi gerekmektedir. Türkiye'ye bakıldığında bu kriterin 2004 yılından bu yana sağlandığı görülmektedir. AB üyesi ülkelere bakıldığında 2010 yılında % 80.1 olduğu yani hemen hemen bütün Avrupa ülkelerinde bu kriterin sağlanamadığı görülmektedir. AB üyesi ülkelerde zaten oldukça yüksek olan borç stoku/GSMH oranının, 2008-2009 küresel krizinden sonra artarak devam ettiği dikkat çekmektedir. 2011 yılından itibaren özellikle AB bölgesindeki ülkelerin kamu borç stoklarında görülen belirgin artışlarla birlikte risk iştahında tekrar bozulmalar yaşanmıştır. AB bölgesinde yaşanan borç krizi ülkemize gelen sermaye akımını belirgin ölçüde azaltmıştır. Bu dönemde faiz oranları artırılmış ve faiz koridoru daraltılarak geleceğe yönelik faiz belirsizliği giderilmiş ve sermaye çıkışları engellenmeye çalışılmıştır.

Ekim 2008 tarihinden itibaren finansal piyasalar üzerinde hissedilmeye başlanan küresel kriz neticesinde döviz ve TL'ye yönelik bir takım tedbirler alınmıştır. Bu kriz sürecinde TCMB'nin son yıllarda geçirdiği bankacılık krizlerinden aldığı dersler, TCMB'yi daha etkin ve esnek bir para politikası yürütmeye teşvik etmiştir. Kriz sırasında aldığı en önemli tedbirlerden biri döviz piyasalarında yürüttüğü politikadır.

Döviz piyasasına ilişkin alınan tedbirlere bakıldığında; bankaların döviz cinsinden borçlanmaları durumunda % 10 seviyesindeki faiz oranı kademeli olarak 20 Şubat 2009 tarihinde TCMB taraflı işlemlerde borç verme faiz oranının dolar için % 7'den % 5.5'e, Euro için % 9'dan % 6.5'e düşürülmüştür. 9 Ağustos 2011'den itibaren geçerli olmak üzere borç verme faiz oranının dolar için % 5.5'ten % 4.5'e, Euro için % 6.5'ten % 5.5'e düşürülmesine karar verilmiştir. Böylece döviz cinsinden borçlanmanın maliyeti azaltılmış, kredi talebinin artırılması sağlanmıştır.

Piyasadaki döviz likiditesini artıran diğer uygulama ise, döviz cinsinde borçlanma vadelerinin bir haftadan bir aya 2009 yılı Şubat ayına gelindiğinde ise üç aya uzatılmasıdır. Bunlara ek olarak 5 Aralık 2008 ve 16 Ekim 2009 tarihlerinde zorunlu karşılık oranları yabancı para yükümlülükleri için 2 puan olarak belirlenmiştir. Döviz

piyasasında zorunlu karşılık oranlarının % 11 seviyesinden % 9 seviyesine indirilmesiyle yaklaşık 2.5 milyar dolar ilave döviz likiditesi sağlanmıştır. Tüm bunların yanı sıra ihracat reeskont kredisi limitleri yükseltilmiş ve kullanım kolaylığı getirilmiştir.

2008 yılı küresel finans krizinden sonra küresel piyasalara bakıldığında ülkemizin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ekonomilerin gelişmiş ekonomilere nazaran daha hızlı bir toparlanma süreci yaşadığı da gözlenmiştir. Gelişmiş ekonomilerde yaşanan parasal genişleme devam etmiştir. TCMB de yaşanan hızlı toparlanmanın neticesi olarak 14 Nisan 2010 tarihinde kamuoyuyla paylaştığı çıkış stratejisinde döviz likiditesine ilişkin tedbirlerin kriz öncesi seviyeye getirileceği ifade edilmiştir. Bu çerçevede yabancı para zorunlu karşılık oranları 30 Nisan ve 6 Ağustos 2010 tarihlerinde 0.5 puan artırılarak % 10'a yükseltilmiş ve bu sayede piyasadaki döviz likiditesi 1.4 milyar dolar azaltılmıştır. Aynı adım TL için de yapılmış 0.5 puan artırılarak % 5'ten % 5.5'e yükseltilmiştir. Son olarak yabancı para zorunlu karşılık oranları 1 puan daha artırılarak % 10'dan % 11'e çıkmıştır. Bu sayede 1.5 milyar dolar ve 2.1 milyar TL piyasadan çekilmiştir.

TL likiditesine yönelik tedbirler ise; para piyasası üzerinde ortaya çıkan belirsizliği gidermeye yönelik uygulamalardır. Bu doğrultuda Ekim ve Kasım 2008 tarihlerinde TCMB borçlanma ve borç verme faiz oranları aralığı 3.5 puandan 2.5 puana düşürülmüştür. Böylece faiz oranlarındaki aşırı dalgalanmanın önüne geçilmiştir. Borçlanma ve borç verme faiz oranları aralığı 15 Ekim 2010 tarihine kadar bu şekilde sürdürülmüştür. 12 Kasım 2010 tarihinde tekrar düşürülerek 4 puana çekilmiş, 22 Şubat 2012 tarihinden itibaren para piyasasında olası bir aksamanın ortaya çıkmaması ve faiz oranlarındaki dalgalanmanın azaltılması için piyasaya ihtiyacından daha fazla likidite sağlanmış, gün sonunda ise ihtiyaçtan fazlası gecelik işlemlerle sterilize edilmiştir.

Yapılan likidite yardımları ve faiz oranlarındaki dalgalanmaları azaltacak tedbirlere rağmen piyasadaki likidite azalışının kalıcı olabileceği düşünülerek 19 Haziran 2009 tarihinde üç ay vadeli repo ihalelerine başlanmış ayrıca 16 Ekim tarihinde de TL zorunlu karşılık oranları, % 6'dan % 5'e düşürülmüştür.

TCMB, kriz döneminde en çok faiz indirimini gerçekleştiren merkez bankası olmuş Kasım 2008 tarihinden itibaren faiz oranları tedrici olarak % 16.75'ten % 6.50'a düşürülmüştür. Ancak bu dönemde uygulanan faiz indirimi, genişletici politikanın bir parçası değil likiditenin kalıcı değişimi neticesinde operasyonel yapının değiştirilmesi sonucunun bir parçasıdır. Tamamen teknik bir düzenleme olan bu faiz indirimi TCMB'nin 2010 Yılı Para ve Kur Politikası raporunda 'teknik faiz indirimi' olarak adlandırılmıştır.

Para Politikası Kurulu tarafından belirlenen kısa vadeli faiz oranlarında aşırı oynaklığa izin verilmeyerek likidite piyasalarının herhangi bir aksaklığa neden olmayacak şekilde etkin ve istikrarlı çalışması sağlayan likidite yönetiminin olası ani değişikliklere cevap verebilecek esnekliğe sahip olması gerekmektedir.³³

TCMB kriz döneminde para politikasında ortaya çıkabilecek aksaklıkların kalıcı veya geçici olup olmaması durumuna göre politika yürüteceğini belirtmiştir. Eğer rezervlerde ortaya çıkan azalış geçici ise faiz oranlarında alınacak bir takım tedbirler yeterli görülürken rezervlerde ortaya çıkan azalışın kalıcı olacağı anlaşılırsa uzun vadede repo işlemlerinin gerçekleştirileceği, DİBS alımı hatta zorunlu karşılık oranının kullanımına gidileceği söylenmiştir. Nitekim kriz sürecinde alınan tedbirlere bakıldığında yukarıda sayılan tedbirlerin hepsi alınan tedbirler arasındadır.

2008 yılında küresel finans krizinin derinleşmesi küresel ekonomide likidite daralmasına neden olmuştur. Uygulanan pek çok destek paketleriyle birlikte küresel likidite artırılmaya çalışılmış ve borçların sürdürülebilirliği amaçlanmıştır. Ancak 2010 yılı sonlarında başlayıp 2011 yılının ikinci yarısına kadar devam eden süreçte, gelişmiş ülkelerin aşırı likidite artışına gitmelerine rağmen borçların sürdürülebilirliği hakkındaki şüphelerin devam etmesi yeni önlemleri kaçınılmaz kılmıştır. Bunun üzerine artan kontrolsüz sermaye girişi, TL değerlenmesi ve cari işlemler dengesindeki olumsuzlukları önlemek için yeni politika stratejileri geliştirilmiştir. Kısa vadeli sermaye akımlarındaki artışı ve cari işlemlerdeki dengesizlikleri engellemek için faiz oranları düşürülmüş, faiz koridoru aşağı yönlü genişletilerek geleceğe yönelik belirsizlik

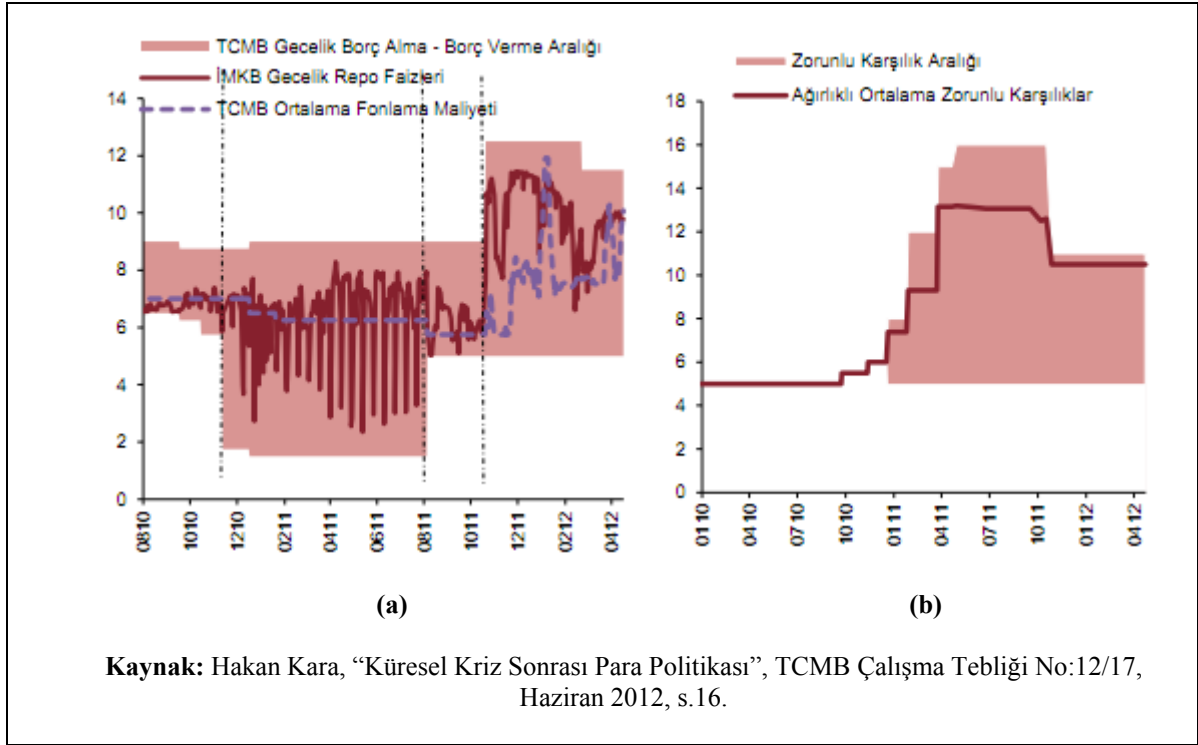
³³ TCMB, 2010 Yılında Para ve Kur Politikası, Ankara, 2009b, s.19

artırılmış ve zorunlu karşılık oranları yükseltilmiştir. Böylece hem kontrolsüz kısa vadeli sermaye akımlarının hem de kredi genişlemesinin önüne geçilmiştir.

Uygulanan faiz politikası ve zorunlu karşılık oranlarındaki değişim aşağıdaki Grafik 2.12’de gösterilmiştir. 2010 yılı sonundan 2011 yılı ikinci yarısına kadar yaşanan likidite bolluğunun ülkemize kısa vadeli sermaye akımı olarak gelmesini engellemek üzere faiz koridorunun aşağı yönlü genişletilerek politika faizinin bu aralıkta dalgalanmaya bırakılmasıyla oluşan belirsizlik aktif olarak kullanılmıştır. Küresel krizin ortaya çıktığı ve küresel likiditenin azaldığı 2008 yılı sonunda düşürülen zorunlu karşılık oranları tekrar eski seviyesine çekilerek %5 olarak belirlendiği görülmektedir.

Grafik 2.12 (a)TCMB Faiz Oranları ve Gecelik Repo Faizleri (yüzde)

(b)TL Zorunlu Karşılık Oranları (yüzde)



3. ENFLASYON HEDEFLEMESİ SÜRECİNDE KULLANILAN POLİTİKA ARAÇLARI ÜZERİNE AMPİRİK UYGULAMA

3.1. Giriş

Türkiye’de enflasyon hedeflemesi süreci 2002 yılından beri devam etmektedir. Bu dönemde temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranları kullanılsa da ek politika araçları da kullanılmaya başlanmıştır. Kısa vadeli faiz oranlarının yanı sıra faiz koridoru, zorunlu karşılık oranları, rezerv opsiyon mekanizması gibi para politikasını döviz kuru, kredi kanalı ve likidite kanalı üzerinden etkileyen yeni politika araçları devreye sokulmuştur. Politika uygulamasında yeni kullanılmaya başlanan faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizması gibi politika araçlarının hedeflere ulaşmadaki etkilerini tespit etmek, hem sürece yeni dahil olmalarından hem de etkilerinin tam olarak belirlenememesinden dolayı oldukça zordur. Bu nedenle enflasyon hedeflemesi süreci bir bütün olarak incelenmiştir.

Çalışmanın bu bölümünde, örtük ve açık olmak üzere, enflasyon hedeflemesi sürecinde enflasyon oranı ile etkileşim içinde olduğu düşünülen aşağıdaki değişkenler arasındaki ilişki yapısal VAR (SVAR) analizi ile incelenmiştir. Veri seti 2002:1- 2012:9 tarihlerini kapsayan aylık değerler kullanılarak oluşturulmuştur. Kullanılan değişkenler aşağıdaki Tablo 3.1’deki gibidir.

Tablo 3.1 Analizde Kullanılan Değişkenler ve Kaynakları

Değişkenin Adı	Açıklama	Kaynak
TUFE	Tüketici Fiyat Endeksi (2003=100)	Merkez Bankası
R	Gecelik Faiz Oranı (ON) (%)	Merkez Bankası
EDK	Efektif Döviz Kuru (1987=100)	Merkez Bankası
M2	Para arzı (M2)	TÜİK
KH	Yurtiçi Kredi Hacmi (Aylık Bin TL)	Merkez Bankası

3.2. Ekonometrik Model ve Yöntem

3.2.1. Birim Kök Testi

Yapısal VAR analizini uygulamadan önce kullanılan değişkenlerin durağan olması gerekmektedir. Bu çalışmada değişkenlerin durağan olup olmadıkları altı farklı birim kök testi yardımıyla (Dickey-Fuller (ADF)¹, Phillips ve Perron² (PP), Elliott³ Dickey-Fuller GLS (DF-GLS), ERS-point, Kwiatkowski (Kwiatkowski, Phillips, Schmidt ve Shin, (KPSS)⁴ ve Ng ve Perron's⁵ (NP, MZ α , MZ t , MSB ve MPT birim kök testleri)) kontrol edilmiş; çıkan sonuçlar her bir değişken için aşağıda ayrı ayrı tablo halinde sunulmuştur. Birim kök içeren seriler birinci farkı alınarak durağanlaştırıldıktan sonra yapısal VAR analizinde kullanılacaktır. Nitekim “seri durağan değilse, oto

¹ Dickey, D.A., Fuller, W.A., “Distribution of The Estimators for Autoregressive Time Series with A Unit Root”, **Journal of the American Statistical Society** 75, 1979, s.427-431.

² Phillips, P.C.B., Perron, P., “Testing for A Unit Root in Time Series Regressions,” **Biometrika** 75, 1988, s.335-346.

³ Elliott, G., Rothenberg, T.J., Stock, J.H., “Efficient Tests for An Autoregressive Unit Root”, **Econometrica** 64, 1996, s.813-836.

⁴ Kwiatkowski, D., Phillips, P.C.B., Schmidt, P., Shin, Y., “Testing The Null Hypothesis of Stationary Against The Alternative of A Unit Root”, **Journal of Econometrics** 54, 1992, s.159-178.

⁵ Ng, S., Perron, P., 2001. Lag length selection and the construction of unit root tests with good size and power. **Econometrica** 69, 1519-1554.

korelasyonlar önemli ölçüde sıfırdan sapar veya gecikmeler arttıkça sıfırdan uzaklaşır veya ortaya sahte bir örnek çıkar.”⁶

Aşağıdaki Tablo 3.2’de TÜFE serisinin birim kök test sonuçları yer almaktadır. Görüldüğü gibi hemen hemen başvuru bütün birim kök testlerinde TÜFE serisinin sabit, sabit ve trendli düzey değerlerinde birim kök içerdiği görülmektedir. Birinci farkı alınmış TÜFE serisinin ise birim kök içermediği ve durağanlaştığı gözlemlenmiştir.

Tablo 3.2 TÜFE Birim Kök Testi Sonuçları

	ADF	DF-GLS	ERS-point	PP	KPSS	NG-Perron				
						MZ α	MZ t	MSB	MPT	
TÜFE	Düzye	0.5048	1.3536	2644.02	-0.1766	1.4250	1.8014	4.0335	2.2390	378.09
	Sabit	(12) *** [0.986]	(12)***	(12)***	(22) *** [0.937]	(9)***	(1)***	(1)***	(1)***	(1)***
	Sabit ve Trendli	-3.7255 (12) ** [0.024]	-2.5117 (12)***	6.7968 (12)	-2.8142 (13) *** [0.195]	0.1001 (8)	-21.890 (1)	-3.2943 (1)	0.1505 (1)	4.2489 (1)
	Birinci Fark	-3.4330 (12) [0.050]	-3.1595 (12)	0.0735 (12)	-10.954 (97) [0.000]	0.1292 (22)	-59.782 (0)	-5.4654 (0)	0.0914 (0)	0.4142 (0)
Sabit ve Trendli	-3.4407 (12) [0.050]	-3.2273 (12)	0.2683 (12)	-10.835 (97) [0.000]	0.1294 (22)	-46509. (3)	-482.23 (3)	0.0010 (3)	0.0002 (3)	

Aşağıdaki Tablo 3.3’de para arzı (M2) serisinin birim kök test sonuçları yer almaktadır. Para arzı serisi de sabit, sabit ve trendli düzey değerlerinde birim kök içerdiği yani durağan olmadığı görülmüştür. Birinci farkı alındığında ise durağan hale geldiği gözlemlenmiştir. Aynı TÜFE serisi gibi VAR analizine birinci farkıyla dahil edilecektir.

⁶ Aziz Kutlar, Ekonometriye Giriş, Nobel Yayınevi, 2012, s.417.

Tablo 3.3 M2 Birim Kök Testi Sonuçları

	ADF	DF-GLS	ERS-point	PP	KPSS	NG-Perron				
						MZ α	MZt	MSB	MPT	
M2	<i>Düzye</i> Sabit	2.0085 (11) *** [0.999]	2.0293 (12)***	790.84 (11)***	1.4247 (3) *** [0.991]	1.3365 (9)***	2.3443 (12)***	3.4671 (12)***	1.4789 (12)***	185.35 (12)***
	Sabit ve Trendli	-1.3123 (11) *** [0.880]	-0.4613 (11)***	86.286 (11)***	-1.7408 (4) *** [0.727]	0.3146 (9)***	-1.1349 (12)***	-0.5333 (12)***	0.4699 (12)***	47.421 (12)***
	<i>Birinci</i> <i>Fark</i> Sabit	-4.0930 (10) [0.001]	-2.9387 (11)	4.1509 (10)	-14.040 (3) [0.000]	0.3645 (4)	-50.603 (11)	-4.9364 (11)	0.0975 (11)	0.7224 (11)
	Sabit ve Trendli	-4.8293 (10) [0.001]	-2.7317 (11)	49.187 (10)***	-14.441 (3) [0.000]	0.0326 (3)	-34.906 (11)	-4.1010 (11)	0.1174 (11)	3.0387 (11)

Aşağıdaki Tablo 3.4, kredi hacmi serisinin birim kök test sonuçlarıdır. Kredi hacmi serisinin de düzey değerlerinde birim kök içerdiği ancak birinci farkı alındığında durağan hale geldiği görülmektedir.

Tablo 3.4 KH Birim Kök Testi Sonuçları

	ADF	DF-GLS	ERS-point	PP	KPSS	NG-Perron				
						MZ α	MZt	MSB	MPT	
KH	<i>Düzye</i> Sabit	1.3566 (7) *** [0.998]	0.7166 (7)***	346.16 (7)***	4.9739 (6) *** [1.000]	1.3127 (9)***	1.7601 (7)***	1.0298 (7)***	0.5850 (7)***	32.089 (7)***
	Sabit ve Trendli	-0.8195 (7) *** [0.960]	-1.444 (6)***	71.339 (7)***	0.0272 (7) *** [0.996]	0.3035 (9)***	-30.110 (6)	-3.7575 (6)	0.1247 (6)	3.7327 (6)
	<i>Birinci</i> <i>Fark</i> Sabit	-1.8950 (6) *** [0.333]	-0.886 (5)	8.9505 (6)***	-6.6366 (6) [0.000]	0.9825 (8)***	-1.6782 (5)	-0.7660 (5)	0.4564 (5)	12.296 (5)
	Sabit ve Trendli	-2.7064 (6) *** [0.236]	-2.745 (6)	6.3301 (6)	-8.6515 (5) [0.000]	0.0886 (7)	-14.158 (6)	-2.6584 (6)	0.1877 (6)	6.4492 (6)

Aşağıdaki Tablo 3.5’te gecelik faiz oranının birim kök test sonuçlarına bakıldığında düzeyde durağan değil iken, birinci farkında durağanlaştığı kabul edilmiştir.

Tablo 3.5 R Birim Kök Testi Sonuçları

	ADF	DF-GLS	ERS-point	PP	KPSS	NG-Perron				
						MZ α	MZt	MSB	MPT	
R	Düzey	-4.0427	-0.5651	329.04	-4.4368	1.1382	0.5226	0.6520	1.2475	94.514
	Sabit	(2)	(2)***	(2)***	(5)	(9)***	(2)***	(2)***	(2)***	(2)***
		[0.001]			[0.0004]					
	Sabit ve Trendli	-3.4119	-0.7229	99.802	-3.1292	0.2147	-1.5846	-0.7257	0.4579	43.050
		(2) *	(2)***	(2)***	(5) ***	(9)	(2)***	(2)***	(2)***	(2)***
	[0.054]			[0.1039]						
	Birinci Fark	-5.7473	-1.2407	1.4186	-9.8343	0.6474	-2.7831	-1.1014	0.3957	8.5618
	Sabit	(1)	(1)***	(1)	(6)	(7)	(5)***	(5)***	(5)***	(5)***
		[0.000]			[0.000]					
	Sabit ve Trendli	-6.4090	-5.9848	2.1450	-10.376	0.1598	-41.995	-4.5782	0.1090	2.1915
		(1)	(1)	(1)	(5)	(5)	(1)	(1)	(1)	(1)
		[0.000]			[0.000]					

Son olarak Tablo 3.6 ise efektif döviz kuru endeksinin birim kök test sonuçlarını vermektedir. Tıpkı diğer değişkenler gibi efektif döviz kuru endeksi de seviye değerlerinde birim kök içeriyorken birinci farkı alındığında birim kökten arınmış ve durağan olduğu gözlenmiştir.

Tablo 3.6 EDK Birim Kök Testi Sonuçları

	ADF	DF-GLS	ERS-point	PP	KPSS	NG-Perron				
						MZ α	MZ t	MSB	MPT	
RDEK	<i>Düzye</i> Sabit	-1.9634 (4)*** [0.302]	-0.7554 (4)***	16.225 (4)***	-2.0053 (5)*** [0.284]	0.8970 (9)***	-1.5347 (4)***	-0.7627 (4)***	-0.4969 (4)***	13.782 (4)***
	Sabit ve Trendli	-2.0029 (4)*** [0.593]	-1.9798 (4)***	9.9653 (4)***	-2.3519 (4)*** [0.402]	0.2371 (9)***	-9.5491 (4)***	-2.1204 (4)***	0.2220 (4)***	5.2044 (4)***
	<i>Birinci</i> <i>Fark</i> Sabit	-6.4445 (3) [0.000]	-2.2514 (6)	0.1203 (3)	-8.1970 (9) [0.000]	0.0935 (7)	-4.8856 (6)***	-1.4841 (6)***	0.3037 (6)***	5.2044 (6)***
	Sabit ve Trendli	-6.6803 (3) [0.000]	-5.8711 (3)	0.2508 (3)	-8.1623 (9) [0.000]	0.0354 (7)	-113.63 (3)	-7.5372 (3)	0.0663 (3)	0.8031 (3)

Aşağıdaki açıklamalar bütün birim kök tabloları için geçerlidir.

- ADF, DF-GLS testinde uygun gecikme uzunluğu Akaike bilgi kriterine göre belirlenmiştir.
- PP ve KPSS testlerinde “Barlett Kernel” yöntemi ve bant genişliği (bandwith) “Newey West Bandwith” yöntemi kullanılmıştır.
- DF-GLS testinde uygun gecikme uzunluğu Akaike bilgi kriterine göre belirlenmiştir.
- ERS testinde “AR spectral OLS” yöntemi kullanılmış ve gecikme uzunluğu Akaike bilgi kriterine göre belirlenmiştir.
- NG-PERRON testinde “AR GLS-detrended” spektral tahmin yöntemi kullanılmış ve gecikme uzunluğu Akaike bilgi kriterine göre belirlenmiştir.
- Parantez içerisindeki değerler, optimum gecikme uzunluğunu göstermektedir.
- Köşeli parantez içerisindeki rakamlar, olasılık (p-value) değerlerini göstermektedir.
- ***, **, ve * sırasıyla yüzde 1, 5 ve 10 anlam düzeylerini göstermektedir.

Yukarıdaki birim kök test sonuçlarında da görüldüğü gibi analizde kullanılan bütün zaman serilerinin seviyede birim kök içerdiği ancak birinci farkları alınarak durağanlaştırıldığı gözlenmiştir. Yapısal VAR analizinde serilerin durağan halleri kullanılacağı için değişkenler birinci farkında analize dahil edilmiştir.

3.2.2. Yapısal VAR Analizi

“Sims eşanlı denklem sistemi içerisindeki içsel ve dışsal değişkenlerin ayırt edilmesini ve yapılan sınıflandırmanın yazarın önyargılarına bağlı olmasını eleştirmiştir.”⁷ Sims bu eksikliklerin giderilmesi için bütün değişkenlerin içsel olarak belirlendiği ve makroekonomik değişkenleri inceleyen VAR modelini geliştirmiştir. “VAR ekonomik değişkenler kümesi arasındaki ilişkiyi inceleyen oldukça yararlı bir analizdir. Ayrıca sonuçlar öngöründe bulunma imkanı sunar.”⁸ Ancak Cooley ve Lorey⁹, VAR yönteminin öngörü, önemli hipotezleri araştırma ve bazı teorilerin sınanmasında yararlı olduğunu, ancak dışsallık sınaması için uygun olmadığını, şok kavramının ve ilgili etki tepki fonksiyonunun grafiğinin kullanışlı olmadığını ve politika değerlendirilmesi için kullanılamayacağını ileri sürmüşlerdir. Tüm bu eleştirilere tepki olarak yapısal VAR modeli geliştirilmiştir. Modelde kullanılan değişkenlere kısıtlar uygulayarak şokun etkisi tespit edilmeye çalışılmıştır.

Her denklemde bütün değişkenlerin gecikmeli değerleri yer alıp, değişkenler arası ilişkiler üzerine ön kısıtlama konulmaz. VAR modelleriyle yapılan öngörü performanslarının eşanlı denklemlerle yapılan öngörü performanslarından daha iyi sonuç verdiği gözlenmiştir.¹⁰ Ayrıca “EKK yöntemi kullanıldığı için VAR modelini tahmin etmek oldukça kolaydır.”¹¹ Enflasyon oranları ve enflasyon hedeflemesinde dikkate alınan değişkenler arasındaki ilişkiyi incelemek için kurduğumuz indirgenmiş VAR modelinin matematiksel gösterimi;

$$x_t = A_0 + A_1x_{t-1} + A_2x_{t-2} + \dots + A_Tx_{t-T} + e_t ; \quad t=1,2,3,\dots,T \quad (3.1)$$

⁷ Badi H. Baltagi, **Econometrics**, Fifth Edition, Springer, 2011, s.378.

⁸ Walter Enders, **Applied Econometric Time Series**, Third Edition, Wiley, USA, s.325.

⁹ Thomas F. Cooley, Stephen F. Leroy, “Atheoretical Macroeconometrics: A Critique”, **Journal of Monetary Economics**, Elsevier, Vol. 16 (3), November, 1985, ss.283-308.

¹⁰ Doç.Dr.Şaban Nazlıoğlu'nun 7-13 Ocak 2013 tarihlerinde Sakarya Üniversitesi'nde gerçekleştirilen ekonometri kursu ders notlarından alınmıştır.

¹¹ G. S. Maddala, **Introduction to Econometrics**, Second Edition, Macmillan Publishing Company, New York, 1992, s.578.

Burada x_t , m boyutlu endojen değişkenli sütun vektörü, $A_0, A_1, A_2, \dots, A_T$ tahmin edilen katsayıların matrisini ve e_t ise m boyutlu ve kovaryans matrisiyle bağımsız özdeş dağılılan hata terimidir. Yukarıdaki Tablo 3.1’de kullanılan değişkenler gösterilmiştir. O halde VAR analizine dahil edilen 5 değişken olduğuna göre x_t ile ifade edilen sütun vektörü 5×1 boyutlu olacaktır. Değişkenlerin sütun vektöründe sıralanmış hali ise;

$$x_t = (kredi_t, M2_t, kur_t, On_t, enf_t)$$

Böylece bu değişkenlerin Türkiye’deki enflasyon hedeflemesi sürecinde uygulanan para politikasına etkileri beş değişkenli yapısal VAR modeli ile tespit edilmeye çalışılmıştır. Değişkenler dışsaldan içsele doğru sıralanırken Granger nedensellik testinden yararlandığı gibi iktisat teorisinden de yararlanılabilir. Granger nedensellik testi her zaman sağlıklı sonuçlar vermeyeceği için sıralama iktisat teorisine uygun bir şekilde yapılmıştır.

Sims ve Bernanke’nin geliştirdiği ekonometrik modelle yapısal şoklar arasındaki ilişki açıklanmaya çalışılmıştır. Bu açıklamayı yaparken n değişkenli VAR modeliyle yapısal değişiklikler ve hata tahminleri arasındaki ilişki açıklanmaya çalışılır. Söz konusu matris aşağıdaki gibi yazılabilir;

$$\begin{bmatrix} 1 & b_{12} & b_{13} \dots b_{1n} \\ b_{21} & 1 & b_{23} \dots b_{2n} \\ \dots & \dots & \dots \\ b_{n1} & b_{n2} & b_{n3} \dots b_{nn} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} x_{1t} \\ x_{2t} \\ \dots \\ x_{nt} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} b_{10} \\ b_{20} \\ \vdots \\ b_{n0} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \gamma_{11} & \gamma_{12} & \gamma_{13} \dots \gamma_{1n} \\ \gamma_{21} & \gamma_{22} & \gamma_{23} \dots \gamma_{2n} \\ \vdots & \vdots & \vdots \\ \gamma_{n1} & \gamma_{n2} & \gamma_{n3} \dots \gamma_{nn} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} x_{1t-1} \\ x_{2t-1} \\ \vdots \\ x_{nt-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \\ \vdots \\ \varepsilon_{nt} \end{bmatrix}$$

veya

$$Bx_t = \Gamma_0 + \Gamma_{1x_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (3.2)$$

Yukarıdaki matris formundan yola çıkarak tahmin edilecek beş değişkenli yapısal VAR modelinin yapısal şok tesirlerinin sıralaması aşağıdaki gibi yazılabilir;

$$\varepsilon_t = (\varepsilon_t^{kredi}, \varepsilon_t^{m2}, \varepsilon_t^{kur}, \varepsilon_t^{on}, \varepsilon_t^{enf})$$

Yukarıdaki denklem (3.2) gibi para politikası şokları ile bu süreçte kullanılan değişkenler arasındaki sıralama b matrisi üzerine koyulan kısıtları içermektedir. Bu doğrultuda yapısal VAR matrisini aşağıdaki gibi yazabiliriz;

$$\begin{bmatrix} \Delta KH_t \\ \Delta M2_t \\ \Delta EDK_t \\ \Delta R_t \\ \Delta TÜFE_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} A_{11}(L) & A_{12}(L) & A_{13}(L) & A_{14}(L) & A_{15}(L) \\ A_{21}(L) & A_{22}(L) & A_{23}(L) & A_{24}(L) & A_{25}(L) \\ A_{31}(L) & A_{32}(L) & A_{33}(L) & A_{34}(L) & A_{35}(L) \\ A_{41}(L) & A_{42}(L) & A_{43}(L) & A_{44}(L) & A_{45}(L) \\ A_{51}(L) & A_{52}(L) & A_{53}(L) & A_{54}(L) & A_{55}(L) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \Delta KH_{t-1} \\ \Delta M2_{t-1} \\ \Delta EDK_{t-1} \\ \Delta R_{t-1} \\ \Delta TÜFE_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} e_{1t} \\ e_{2t} \\ e_{3t} \\ e_{4t} \\ e_{5t} \end{bmatrix} \quad (3.3)$$

Yukarıdaki denklem (3.3)'te 5 değişkenli yapısal VAR matrisi yer almaktadır. Sırasıyla KH, M2, EDK, R ve TÜFE matriste yer alan ve para politikası sürecini etkileyen değişken vektörünü temsil eder. Matriste yer alan Δ fark operatörü, $A_{ij}(L)$ ise L gecikme operatörünün polinomunu, e_{it} de regresyon artıklarını (hata terimlerinin tahminini) temsil eder.

Yapısal VAR modelinde analizin yapılabilmesi için yapısal bozucu terimlerin (ε_t) elde edilmesi gerekir. Hata terimlerinin elde edilmesi ise α gibi bir matrisin Cholesky ayrıştırması ve indirgenmiş VAR kalıntılarının varyans-kovaryans matrisi yardımıyla gerçekleşir. İndirgenmiş VAR kalıntılarıyla yapısal bozucu terimler arasındaki ilişki matris formunda aşağıdaki gibi yazılabilir;

$$\begin{bmatrix} u_t^{kredi} \\ u_t^{m2} \\ u_t^{kur} \\ u_t^{on} \\ u_t^{enf} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \alpha_{11} & 0 & 0 & 0 & 0 \\ \alpha_{21} & \alpha_{22} & 0 & 0 & 0 \\ \alpha_{31} & \alpha_{32} & \alpha_{33} & 0 & 0 \\ \alpha_{41} & \alpha_{42} & \alpha_{43} & \alpha_{44} & 0 \\ \alpha_{51} & \alpha_{52} & \alpha_{53} & \alpha_{54} & \alpha_{55} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \mathcal{E}_t^{kredi} \\ \mathcal{E}_t^{m2} \\ \mathcal{E}_t^{kur} \\ \mathcal{E}_t^{on} \\ \mathcal{E}_t^{enf} \end{bmatrix} \quad (3.4)$$

Denklem (3.4)'te yer alan α matrisi modelde içsel değişkenlerin sıralaması veri iken, bazı yapısal şokların diğer bazı içsel değişkenler üzerinde hiçbir eşanlı etkiye sahip olmadığını belirten üçgensel bir matristir.¹² Yapısal model oluşturulurken α matrisi üzerine $k(k-1)/2$ kadar kısıt konularak (k içsel değişken sayısı) bazı değişkenlerin etkisi göz ardı edilir. O halde 5 değişkenli yapısal VAR modelinde kısıt sayısı $5(5-1)/2=10$ tane olacaktır.

İlk olarak birim kök testlerini yapıp değişkenlerin durağan olup olmadıklarını kontrol ettikten sonra VAR analizinde kullanılacak bütün değişkenlerin seviye değerlerinde birim kök içerdiği sonucuna varılmış ve birinci farkı alınarak VAR analizine dahil edilmelerine karar verilmiştir. Türkiye’de enflasyon hedeflemesi sürecini kapsayan 2002:01-2012:09 dönemi verileriyle bu süreçte dikkate alınan değişkenlerde görülen şokların para politikasına geçiş etkisini analiz etmek için tahmin edilen beş değişkenli yapısal modelde uygun gecikme sayısı; kararlılık testi, otokorelasyon testi ve değişen varyans testi yapılarak 6 olarak belirlenmiştir. Bahsedilen test sonuçları EK kısmında sunulmuştur.

3.2.3. Etki- Tepki Fonksiyonları

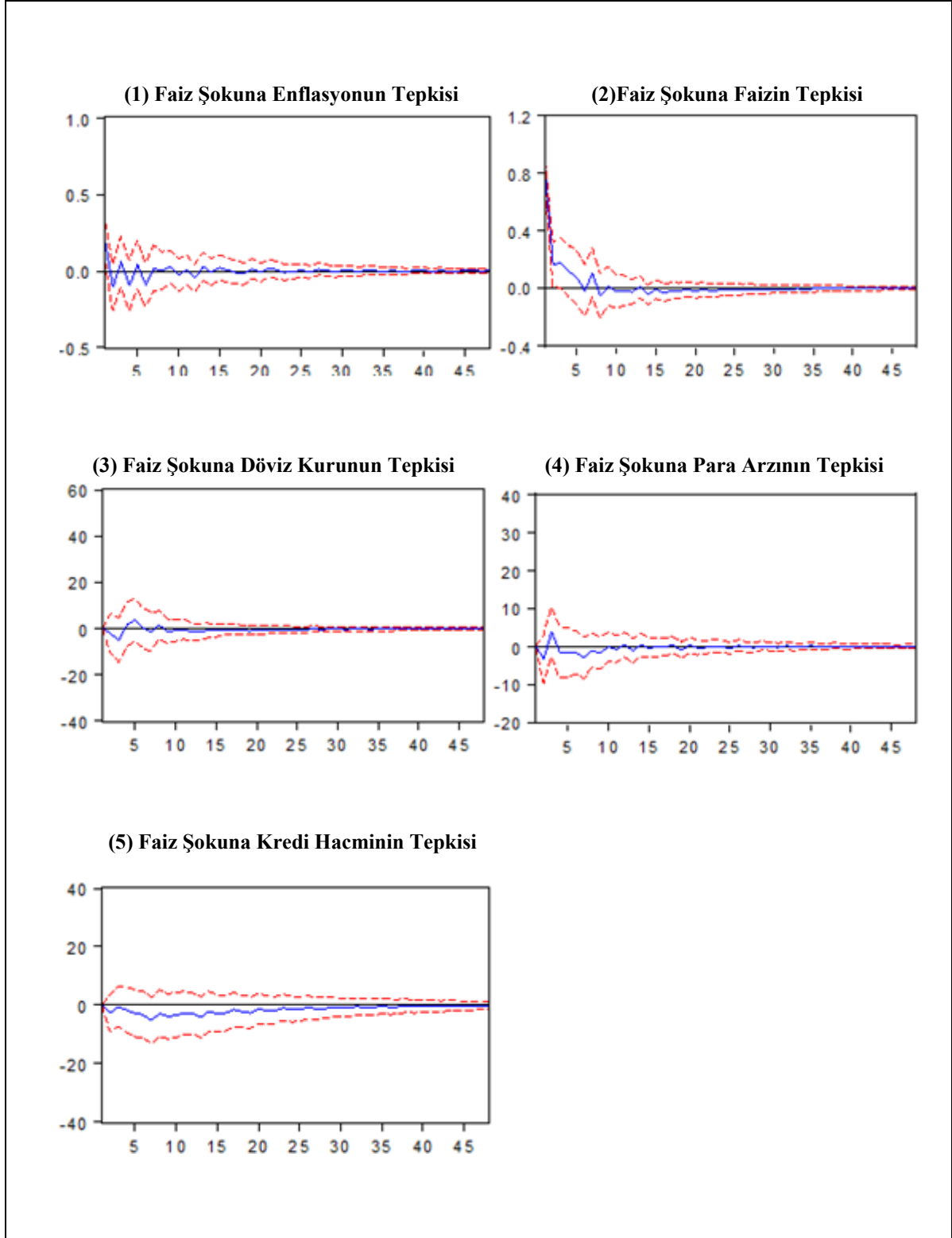
Etki-tepki fonksiyonları sistemdeki değişkenlerden birinde cari dönemde meydana gelen bir birimlik şoka diğer değişkenlerin cari dönem ve sonraki dönemdeki dinamik tepkisini yansıtır. Bu yüzden etki tepki katsayıları dinamik çarpanlar olarak da adlandırılırlar. Aşağıdaki şekilde uzun dönemde kısıtlı VAR modelinin etki tepki fonksiyonları yer almaktadır. Etki tepki fonksiyonlarının gösterildiği her bir grafiğin

¹² Osman Peker, Şakir Görmüş, “Türkiye’de Döviz Kurunun Enflasyonist Etkilerinin Ekonometrik Analizi”, 8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi, 24-25 Mayıs 2007 – İnönü Üniversitesi, s.4.

dikey eksenini, ilgili değişkene verilen bir standart sapmalık artış şokuna karşı diğer değişkenlerin verdiği tepkinin yönü ve yüzde olarak büyüklüğünü temsil ederken; yatay eksenini ise dönem sayısını, yani şokun verilmesinden sonra geçen 48 aylık süreyi temsil etmektedir. Altta ve üstte yer alan kesikli çizgiler, değişkenlerin tepkisi için ± 2 standart hatalık güven aralığını yansıtırken; sonuçların istatistiksel olarak anlamlılığının tespitinde önemli rol oynamaktadır. Kesikli çizgilerin arasında kalan çizgiler ise nokta tahminleri göstermektedir.

Türkiye’de enflasyon hedeflemesi sürecinde enflasyon ve enflasyonu etkilediği düşünülen değişkenler arasındaki dinamik ilişkiyi incelemek için yapısal VAR modeli kullanılmıştır. Bütün değişkenlerin birlikte ele alındığı bu modelde etki tepki fonksiyonları ile ilgili değişkene uygulanan ani bir şokun diğer değişkenlerde nasıl bir tepkiye yol açacağı incelenmiştir.

Grafik 3.1 Uzun Dönem Kısıtlı VAR Modelinin Cholesky Ayrıştırmasına Göre Faiz Şokunun Etki Tepki Fonksiyonları



İlk olarak enflasyon hedeflemesi sürecinde kullanılan temel politika aracı olan faiz oranına uygulanan bir birimlik şokun başta enflasyon olmak üzere faiz oranı, döviz kuru, para arzı ve kredi hacmi üzerinde uzun dönemde ortaya çıkaracağı tepki Grafik 3.1’de sunulmuştur.

Grafik 3.1’de yer alan şekil (1)’de faiz oranına verilen bir birimlik şoka karşılık enflasyon oranının tepkisi gösterilmiştir. Faiz oranına gelen bir birimlik şoka enflasyon oranının ilk iki ay içinde hızlı bir tepki verdiği görülmektedir. Bu sonuca iktisat teorisi açısından baktığımızda; IS-LM modeli ile faiz kanalının mal ve hizmetler piyasasında Keynesyen yaklaşıma göre aktarım mekanizması karşımıza çıkar. Şu şekilde açıklamak gerekirse;

Faiz Oranı (i) \uparrow Yatırım Maliyeti \uparrow Yatırım Harcamaları \downarrow Toplam Talep \downarrow Enflasyon \downarrow

Keynesyen yaklaşıma göre faizler yatırımları belirleyen ana unsurdur.¹³ Nominal faiz oranlarında gerçekleşen artış, uzun dönemde reel faiz oranlarını¹⁴ artıracak ve bu artış yatırım yapılan sermayenin maliyetini artırarak yatırımın karlılığını azaltıp yatırım harcamalarının düşmesine neden olacaktır. Böylece tüketim ve yatırım harcamalarının toplamından oluşan toplam harcamaların azalmasıyla toplam talep azalacak ve bu durum enflasyonun düşmesine neden olacaktır. Teorik olarak faiz kanalındaki işleyişin bu şekilde olması beklenir. Nitekim Grafik 3.1’de yer alan şekil (1)’de faiz oranlarındaki şokun 2002:01-2012:9 döneminde enflasyon üzerinde kısa dönemde böyle bir etkiye sahip olduğu ortaya çıkmıştır. Bu etki orta ve uzun dönemde dalgalanarak ortadan kalmıştır.

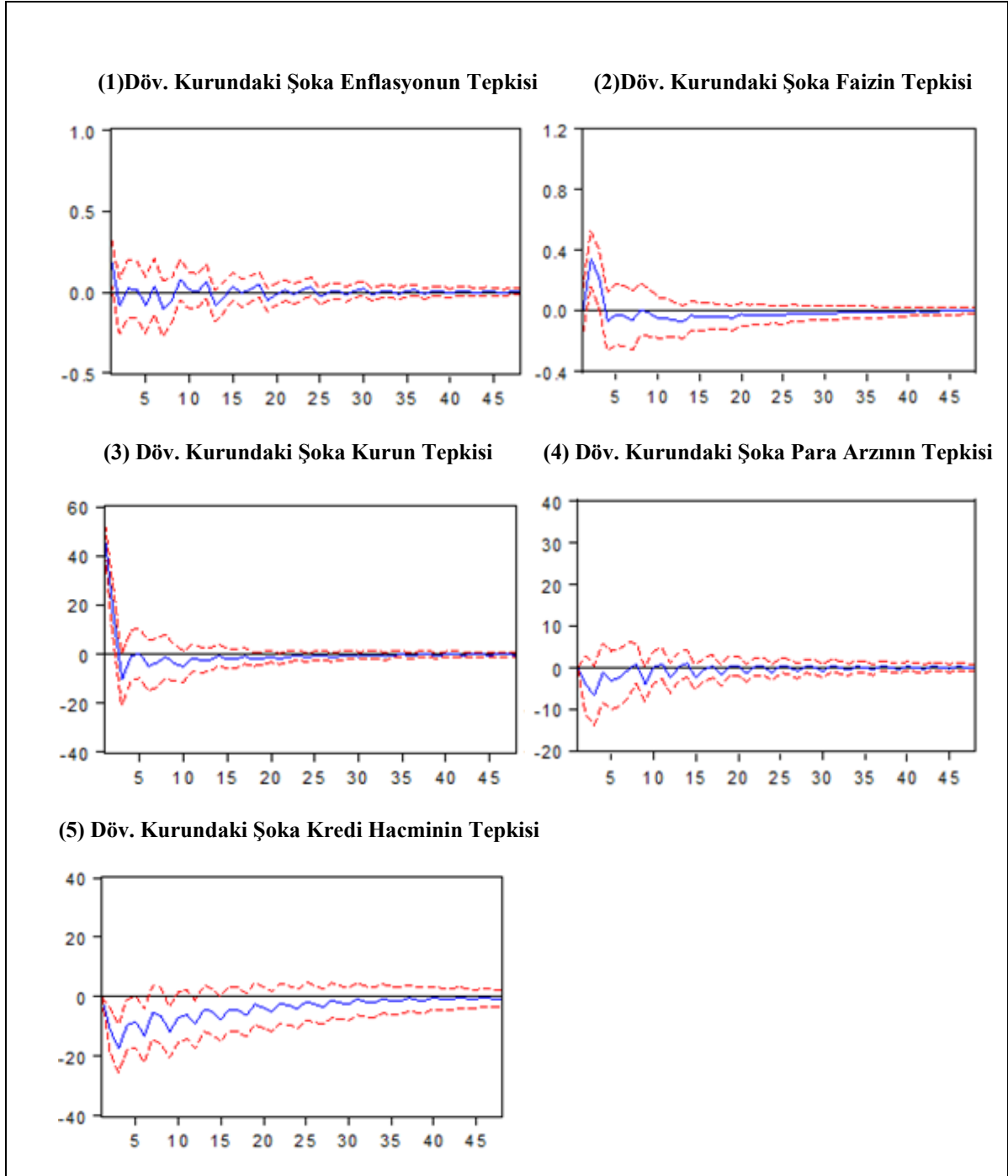
Faiz oranında ortaya çıkan bir birimlik şokun Şekil (3), (4), (5)’te gösterilen sırasıyla döviz kuru, para arzı ve kredi hacmi üzerindeki etkisine bakıldığında kısa ve

¹³ Kemal Yıldırım, Doğan Karaman ve Murat Taşdemir, **Makro Ekonomi**, Seçkin Yayınları, Ankara, 2013, s.147.

¹⁴Beklenen reel faiz oranı ($r^e = i - \pi^e$), nominal faiz oranı (i) ile beklenen enflasyon oranının (π^e) farkı alınarak elde edilir. Yatırımda bulunan firmalar uzun dönemde fiyatlar genel seviyesinin artacağını yani beklenen enflasyonun yükseleceği ve nominal faiz oranlarının sabit kalması durumunda reel faiz oranlarının düşerek yaptıkları yatırımların kendilerine olan maliyetlerinin düşerek, karlılıklarının artacağı beklentisinde olurlar. O halde firmalar yatırım kararında bulunurken uzun dönemde beklenen enflasyon oranlarını da dikkate alacağından reel faiz oranlarına göre hareket ederler. Nominal faiz oranları sabitken beklenen enflasyon oranlarında bir artış olacağı düşüncesi ise reel faizleri azaltacağından yatırım kararlarını pozitif etkileyecektir.

uzun dönemde herhangi bir ilişki ortaya çıkmamıştır. Faiz şokunun Şekil (2)'de kendi üzerindeki etki-tepki fonksiyonuna bakıldığında ise kendisinden kaynaklı şokun ilk altı ay devam ettiği ve daha sonra etkisini kaybettiği sonucuna ulaşılır.

Grafik 3.2 Uzun Dönem Kısıtlı VAR Modelinin Cholesky Ayrıştırmasına Göre Döviz Kuru Şokunun Etki Tepki Fonksiyonları



Yukarıdaki Grafik 3.2’de döviz kuruna verilen bir birim standart sapmalık şokun sırasıyla enflasyon, faiz oranı, döviz kuru, para arzı ve kredi hacmi üzerindeki etki-tepki fonksiyonları gösterilmiştir. Şekil (1)’de döviz kurunda ortaya çıkan ani bir şokun etkisine karşılık enflasyonun verdiği tepki gösterilmiştir. Döviz kurunun enflasyon üzerinde önemsenmeyecek kadar az ve kısa dönemlik (iki ay) bir etkiye sahip olduğu daha sonra bu etkinin sıfır etrafında seyrederek ortadan kalktığı gözlemlenmiştir. İktisat teorisine baktığımızda döviz kurunun enflasyon üzerindeki etkisini şu şekilde gösterebiliriz;

Döviz Kuru ↑ TL’nin Değeri ↓ İthalatın Maliyeti ↑ Yurtiçi Girdi Fiyatları ↑ Enflasyon ↑

Döviz kurlarının enflasyon ve faiz oranlarıyla etkileşim içinde olduğu teorik açıdan da bilinmektedir. Yukarıdaki etkileşim kanalının seyrinde görüldüğü gibi; döviz kurunda yaşanan artış, ilk olarak yerli paranın yabancı para karşısındaki değerini düşürecektir. Yerli paranın bu şekilde değer kaybetmesiyle birlikte ithal girdi mallarının fiyatları pahalı hale gelecek ve bu durum yurtiçi fiyatlarının artmasına neden olacaktır. Bununla beraber yurtiçinde tüketilen ithal malların fiyatlarında da artış yaşanacak ve sonuçta hem maliyet etkisiyle hem de ithal malları fiyatlarında yaşanan artışla birlikte enflasyon oranları yükselecektir. Enflasyon hedeflemesinin uygulandığı 2002:1-2012:9 sürecinde döviz kurlarının enflasyon üzerinde iktisat teorisinde olduğu gibi benzer bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Döviz kuru, faizle de etkileşim içindedir. “Fakat faiz oranı ile döviz kuru arasındaki ilişkinin yönü konusunda literatürde görüş birliği yoktur.”¹⁵ Yukarıdaki Grafik 3.1’de faiz oranlarında gerçekleşecek ani bir şoka karşılık döviz kurlarının tepkisiz olduğu görülmektedir. Grafik 3.2’de Şekil (2)’de ise döviz kurlarındaki ani bir şoka karşılık faiz oranları ilk ay tepkisiz kalsa da daha sonra pozitif tepki verdiği görülmektedir. Yine aynı hızla yaşanan bir azalış neticesinde ortaya çıkan tepki beşinci aydan sonra tamamen ortadan kalkmıştır. İktisat literatüründe döviz kurları ile faiz oranlarındaki ilişki şu şekildedir;

Faiz Oranı ↑ Kısa Vadeli Sermaye Girişi ↑ Ulusal Paranın Değeri ↑ Döviz Kuru ↓

¹⁵ Orhan Karaca, “Türkiye’de Faiz Oranı ile Döviz Kuru Arasındaki İlişki: Faizlerin Düşürülmesi Kurları Yükseltir mi?”, **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni 2005/14**, Ekim 2005, www.tek.org.tr, s.3.

Yukarıdaki faiz oranı döviz kuru ilişkisini açıklamak gerekirse, faiz oranlarının artırılması kısa vadede ülkeye sermaye girişlerini teşvik edecek ve artıracaktır. Kısa vadede artan sermaye girişleri karşısında yerli para değerlenecek ve döviz kuru düşecektir. Keynesyen para teorisine baktığımızda para talebi faiz oranlarının fonksiyonudur. Ve bu durum faiz – döviz kuru arasındaki ilişkiyi de etkileyerek aralarında pozitif bir ilişkinin çıkmasına neden olacaktır. Şöyle ki;

Faiz Oranı ↑ Para Talebi ↓ Enflasyon ↑ Ulusal Paranın Değeri ↓ Döviz Kuru ↑

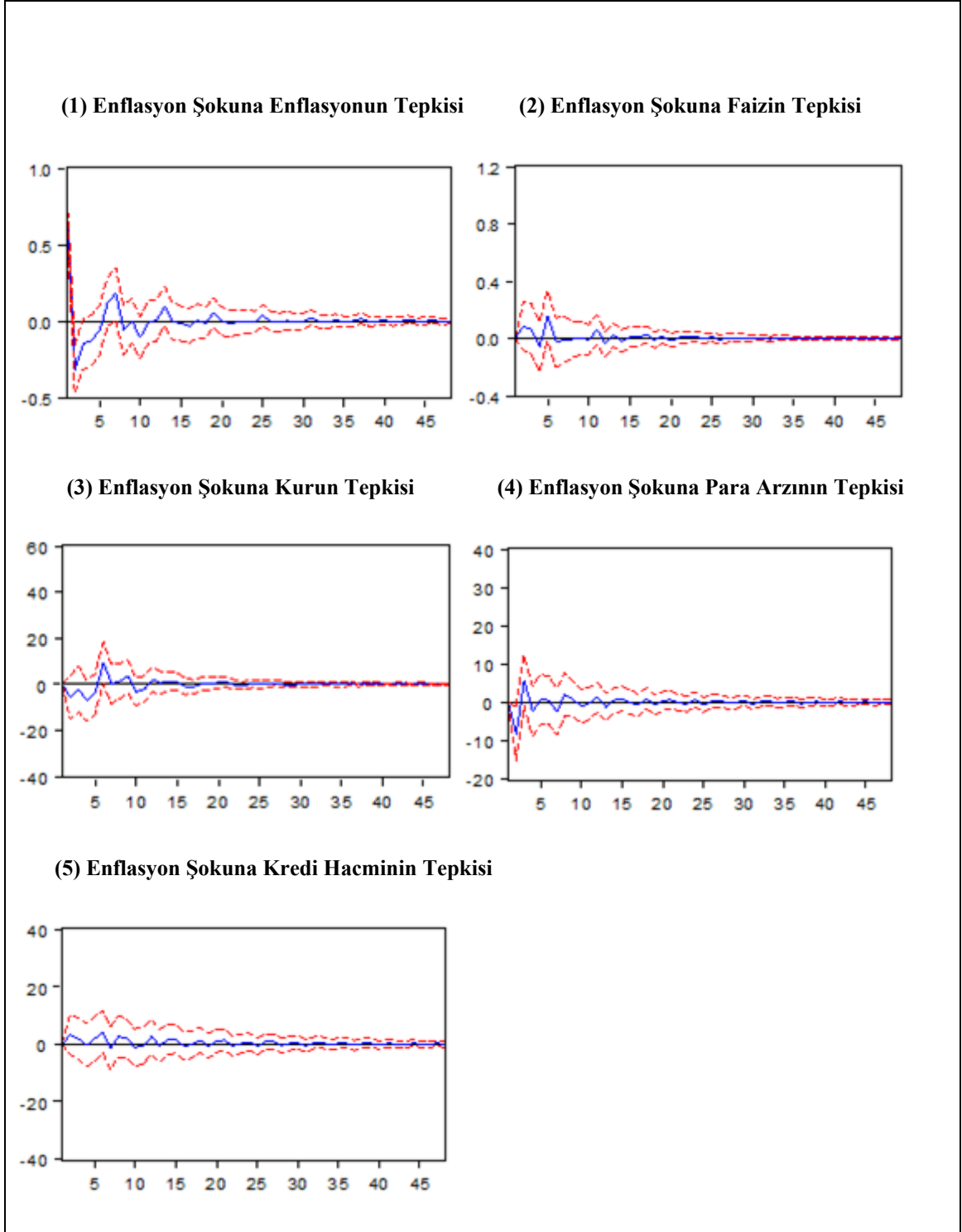
Keynesyen para teorisine göre para talebi faiz oranlarının azalan fonksiyonudur. Faiz oranlarındaki artış para talebini azaltacak bu durum enflasyonun yükselmesine neden olacaktır. Enflasyondaki artışla beraber ulusal para döviz karşısında değer kaybedecektir. 2002:1-2012:9 döneminde döviz kuruna verilen şoka karşılık faiz oranının tepkisi de kısa vadede bu yöndedir. Ancak Grafik 3.2 şekil (2)'de de görüldüğü gibi bu etki kısa dönemde ortaya çıkıp beşinci aydan sonra ortadan kalkmaktadır. Faiz oranlarının döviz kurlarına bu şekilde baskı yapmasını engellemek için faiz oranlarında daha hızlı ve daha çok indirim yapılması savunulmuştur.

Karaca'nın¹⁶ çalışmasında Ocak 1990- Temmuz 2005 döneminde faiz oranı ile enflasyon arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanmazken, dalgalı döviz kuru döneminin ele alındığı Mart 2001- Temmuz 2005 sürecinde döviz kuru ile faiz oranları arasında pozitif yönlü fakat zayıf bir ilişki çıkmıştır.

Grafik 3.3'te enflasyon değişkeni üzerinde yaşanan ani bir şoka karşılık diğer içsel değişkenlerin verdiği tepkiler etki-tepki fonksiyonları ile gösterilmiştir. Şekil (1)'de enflasyonda yaşanan ani bir şoka kendisinin verdiği tepki şiddetli ancak kısa sürelidir. İlk iki aylık tepki negatif olmakla birlikte bu tepki yaklaşık bir yıl içinde ortadan kalkmıştır. Enflasyonda yaşanan şoka şekil (2), (3) ve (5)'te sırasıyla faiz oranı, döviz kuru ve kredi hacminin verdiği tepkiler ise anlamsızdır. Şekil (4)'te para arzının enflasyon şokuna tepkisi oldukça kısa süreli ve şiddetli olmadığı görülmektedir.

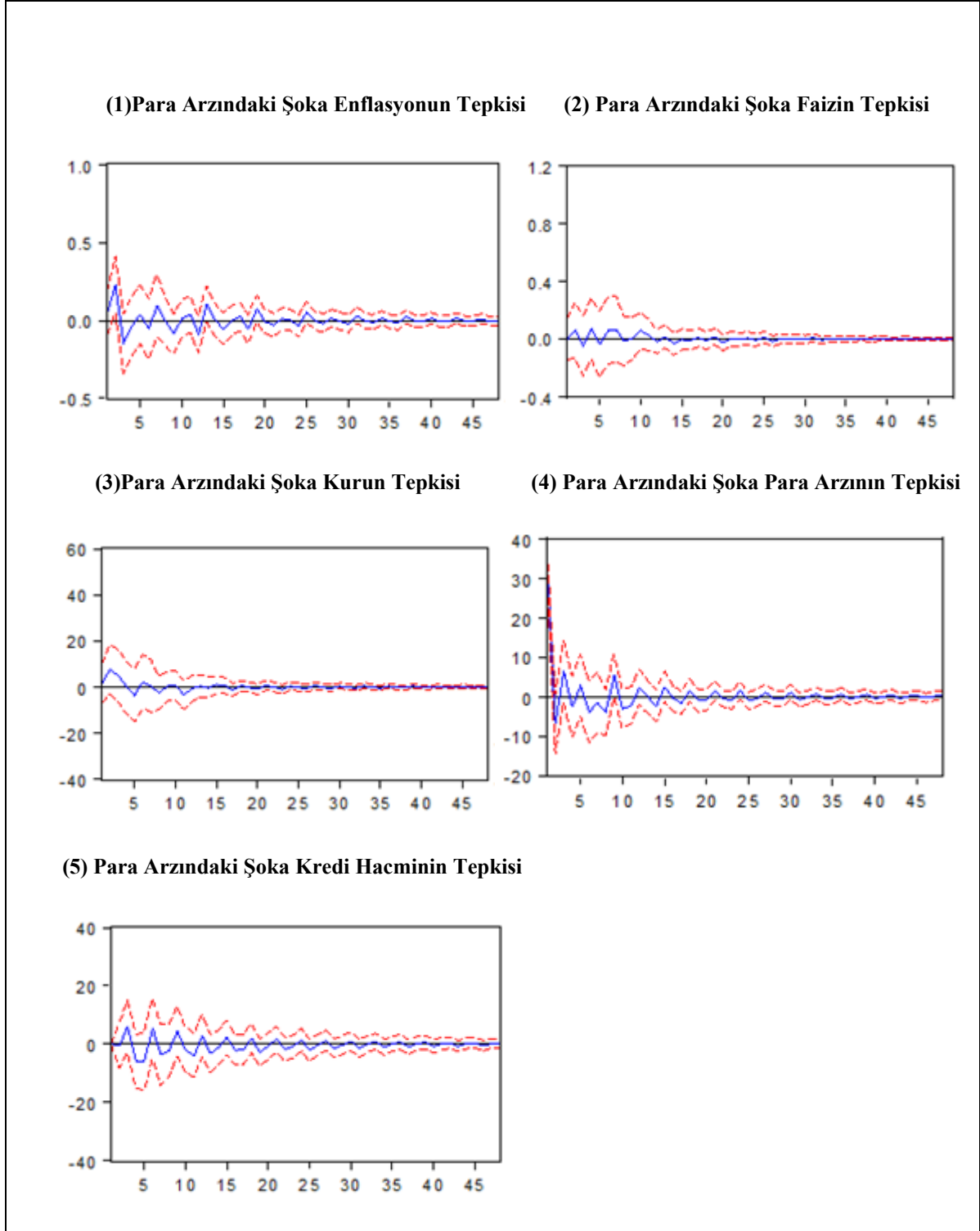
¹⁶ Orhan Karaca, a.g.m.

Grafik 3.3 Uzun Dönem Kısıtlı VAR Modelinin Cholesky Ayrıştırmasına Göre Enflasyon Şokunun Etki Tepki Fonksiyonları



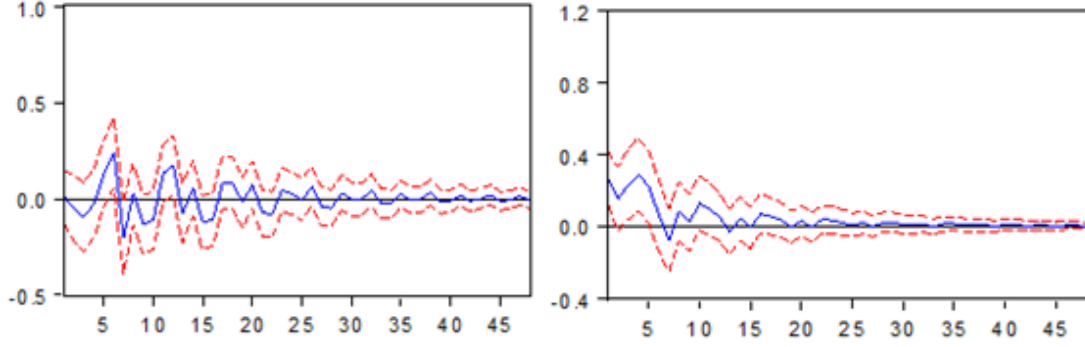
Grafik 3.4'te para arzına verilen şoka karşılık diğer değişkenlerin tepkisi gösterilmiştir. 2002:1-2012:9 enflasyon hedeflemesi sürecinin bir bütün olarak incelendiği bu çalışmada para arzına verilen şokun enflasyon üzerindeki etkisi iki ay kadar sürmekte ve daha sonra ortadan kalkmaktadır. Para arzına uygulanan şokun diğer değişkenler (faiz oranı, döviz kuru, kredi hacmi) üzerindeki etkilerine bakıldığında anlamlı tepkiler vermediği ortaya çıkan tepkinin sıfır etrafında dalgalandığı görülmektedir. Yine sadece kendi verdiği tepki anlamlı olup, bu tepki ilk iki ay içerisinde hızla azalıp orta vadede tamamen ortadan kalkmıştır.

Grafik 3.4 Uzun Dönem Kısıtlı VAR Modelinin Cholesky Ayrıştırmasına Göre Para Arzı Şokunun Etki Tepki Fonksiyonları

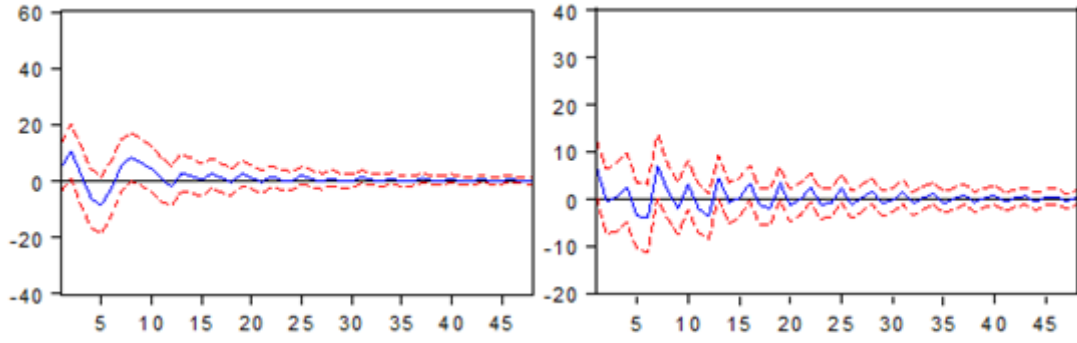


**Grafik 3.5 Uzun Dönem Kısıtlı VAR Modelinin Cholesky Ayrıştırmasına Göre
Kredi Hacmi Şokunun Etki Tepki Fonksiyonları**

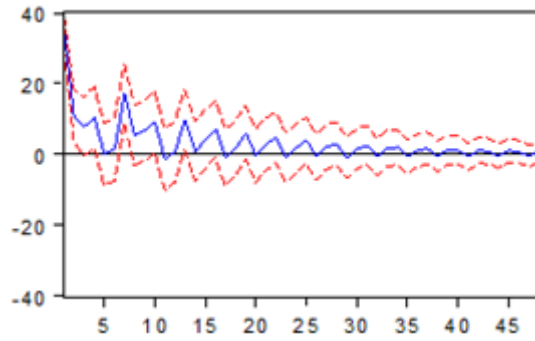
(1) Kredi Hcm.deki Şoka Enflasyonun Tepkisi (2) Kredi Hcm.deki Şoka Enflasyonun Tepkisi



(3) Kredi Hcm.deki Şoka Enflasyonun Tepkisi (4) Kredi Hcm.deki Şoka Enflasyonun Tepkisi



(5) Kredi Hcm.deki Şoka Enflasyonun Tepkisi



Grafik 3.5'te yer alan kredi hacmi değişkeninin etki-tepki fonksiyonları gösterilmiştir. Kredi hacminde ortaya çıkan ani bir şoka karşılık enflasyon, döviz kuru ve para arzının verdiği tepkiler sıfır etrafında dalgalanarak ortadan kaybolmuştur. Kredi hacmi ile bu değişkenler arasında anlamlı bir etkileşimin olduğunu söylemek mümkün değildir. Kredi hacminde ortaya çıkan şoka karşılık faiz oranları anlamlı ve yaklaşık yedi ay süren tepkiler vermiştir. Daha sonra bu etki ortadan kalkmıştır. Ayrıca kredi hacmi kendinden kaynaklanan şoklara anlamlı tepkiler vermiş ve bu tepkiler kısa dönemde ortadan kalkmıştır.

3.2.4. Varyans Ayrıştırması

Varyans ayrıştırması, incelenen değişkenlerin her birinin varyansında meydana gelen değişmenin % kaçının kendi gecikmeleriyle, % kaçının ise diğer değişkenler tarafından açıklandığını araştırır.¹⁷ Yapısal modelde kullanılan enflasyon, faiz oranı, kur, para arzı ve kredi hacmi değişkenlerinin varyans ayrıştırması sonuçları aşağıdaki tabloda sunulmuştur.¹⁸

¹⁷ Recep Tari, **Ekonometri**, Umuttepe Yayınları, 2011, s.469.

¹⁸ Varyans ayrıştırması sonuçları şekil olarak "EK 3.5 Uzun Dönem Kısıtlı VAR Modelinde Varyans Ayrıştırma Sonuçları" başlığıyla EKLER kısmında yer almaktadır.

Tablo 3.7: Uzun Dönem Kısıtlı VAR Modelinde Varyans Ayrıştırma Sonuçları

Değişkenler	Dönem	Enf (%)	On (%)	Kur (%)	Para Arzı (%)	Kredi Hacmi (%)
Enflasyon	1	86.5428	6.4130	6.6680	0.3691	0.0069
	4	76.3306	7.3609	5.5976	9.2163	1.4943
	12	60.2911	6.4338	6.6476	9.1614	17.4658
	24	55.4394	6.0042	7.2629	10.1889	21.1044
	48	54.4435	5.9102	7.3236	10.4927	21.8297
Faiz	1	0.0000	89.6329	0.0305	0.0066	10.3298
	4	1.2794	61.9972	15.0180	0.9395	20.7657
	12	3.5562	55.1696	14.2582	1.8153	25.2005
	24	3.6351	53.5731	15.3762	1.9859	25.4295
	48	3.6360	53.2761	15.6478	2.0240	25.4159
Kur	1	0.0000	0.0000	98.7215	0.1062	1.1721
	4	2.8996	1.1433	86.9414	2.8356	6.1799
	12	6.4624	1.6564	76.1545	3.5082	12.2183
	24	6.5423	1.8380	75.2588	3.6220	12.7387
	48	6.5233	1.8813	74.9633	3.6697	12.9621
Para Arzı	1	0.0000	0.0000	0.0000	96.1202	3.8797
	4	7.7670	2.0659	4.6615	82.0486	3.4568
	12	7.3589	2.8939	6.2799	73.8793	9.5879
	24	7.2727	2.9029	6.7123	70.8497	12.2621
	48	7.2630	2.8957	6.7929	69.9443	13.0999
Kredi Hacmi	1	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	100.00
	4	0.7481	0.5487	24.6240	3.4555	70.6235
	12	1.7442	3.2949	33.0866	5.8285	56.0456
	24	1.8326	4.4258	34.3836	6.1147	53.2431
	48	1.8868	4.5968	34.4896	6.3049	52.7216

Elde edilen sonuçlara baktığımızda 1. Dönemde enflasyondaki değişmelerin % 86.5'i enflasyonun kendisi tarafından açıklanırken, faiz oranı ve döviz kuru tarafından % 6'sı açıklanmaktadır. Orta ve uzun dönemde enflasyon değişkenindeki değişmelerin % 10'u para arzı tarafından açıklanırken, % 20 gibi bir kısmı da kredi hacmi tarafından açıklanmaktadır. Enflasyon değişkeninin üzerinde faizin ve döviz kurunun etkisi ise uzun dönemde dahi ancak %5.7 seviyesine ulaşabilmiştir. Uzun dönemde enflasyonda yaşanan değişimin ancak yarısı kendisi tarafından açıklanmaktadır. O halde enflasyon oranındaki değişmelerin (artış/azalış) nedenleri sırasıyla kredi hacmi, para arzı, döviz kuru ve faiz oranı olarak sıralanabilir. Enflasyon oranlarındaki değişikliğin nedeni

olarak kredi hacmi ve para arzının büyük önem arz ettiği düşünülürken 2008 yılından bu yana tartışılan ve 2010 yılından bu yana da uygulanan modern enflasyon hedeflemesi politikasının doğru bir uygulama olduğu sonucu çıkarılabilir. Nitekim son dönemlerde aşırı kredi hacmi ve para arzı genişlemesinin yaşandığı gözlenmiş ve bu büyüklüklerin kontrol altına alınması için zorunlu karşılık oranlarının, rezerv opsiyon mekanizmasının ve likidite politikalarının aktif olarak devreye sokulduğu uygulanan politikalarla görülmüştür.

Faiz oranı değişkeninin 1. Dönem varyansındaki değişimlerin büyük kısmı kendisi tarafından açıklanırken %10 ile kredi hacminin faiz oranlarındaki değişimi açıklama gücü dikkat çekmektedir. Uzun döneme baktığımızda kredi hacminin faiz oranlarında yaşanan değişimi açıklama gücü artarak devam etmiş ve % 25 civarlarına ulaşmıştır. Bununla birlikte uzun vadede döviz kurunun faiz oranlarındaki değişimleri açıklama gücü de artmış ve % 15 seviyelerine ulaşmıştır. Faiz oranlarında, enflasyonun ve para arzının payı ise dikkate alınmayacak kadar azdır. Döviz kuru değişkeninin varyans ayrıştırmasına baktığımızda kısa dönemde büyük çoğunluğu değişkenin kendisi tarafından açıklansa da, orta ve uzun dönemde kredi hacmi, enflasyon ve nispeten para arzının etkisi önem kazanmıştır. Döviz kuru değişkeninin varyans ayrıştırmasında görülen sonucun benzerini para arzı değişkeninin için söylemek mümkündür.

Kredi hacmi değişkeninin varyans ayrıştırması sonuçlarında dikkat çeken nokta kısa dönemde faiz oranlarının kredi hacmindeki değişime etkisinin %10.8 gibi oldukça önemli bir paya sahip olmasıdır. Ancak bu oran orta ve uzun dönemde azalarak %4.4'e düşmüştür. Dikkat çeken bir diğer sonuç döviz kuru değişkeninin kredi hacmindeki etkisidir. Kısa dönemde önemli bir etkiye sahip olmasa da orta ve uzun dönemde %30'unu belirlemektedir

SONUÇ

Ülkemizde 2002 yılından bu yana uygulanan enflasyon hedeflemesi politikasının, fiyat istikrarından finansal istikrara doğru değişen politika çerçevesi ele alınmıştır. Temel politika aracı kısa vadeli faiz oranları olan ve uzun dönemde fiyat istikrarını hedefleyen politika, 1980'li yılların sonlarından bu yana başarıyla uygulanmıştır. Ekonomilerin içinde bulunduğu durumu dikkate alarak, politikalarını belli kurallara bağlı kalarak değil de esnek bir şekilde uygulama imkanı tanıyor olması, bu politikanın popüler olmasında en önemli etkidir. 2007 yılı ikinci yarısından itibaren ABD'de ortaya çıkan ve hızla küresel hale gelen finansal krizle birlikte uygulanan ekonomi politikaları sorgulanmaya başlanmıştır. Bu politikalardan biri de enflasyon hedeflemesi politikasıdır. Enflasyon hedeflemesi uygulayıcıları, sadece kısa vadeli faiz oranları ile fiyat istikrarını hedeflemelerinin küresel krizin etkisi altına girmemek için yeterli olmayacağını dile getirerek finansal istikrarı sağlamak adına yeni stratejiler geliştirmeye çalışmışlardır. Esnek bir şekilde hareket edebilme kabiliyeti sağlayan enflasyon hedeflemesi politikasının finansal istikrar doğrultusunda yeniden şekillenmesi mümkündür. Ancak finansal istikrar fiyat istikrarı gibi açıklanması kolay bir kavram değildir. O nedenle finansal istikrar kavramının karşılığı pek çok iktisatçı tarafından tartışılmış ve finansal istikrarın tek bir karşılığının olmadığı, ekonomiden ekonomiye hatta dönemden döneme farklı tanımlanabileceği konusunda fikir birliğine varılmıştır. Bu şekilde yeniden çerçevesi çizilen politika, modern enflasyon hedeflemesi olarak adlandırılmıştır. Likidite piyasalarının ve finansal kesimin istikrarı dikkate alınacak şekilde politika araçları çeşitlendirilmiştir.

TCMB normalde olduğu gibi kriz döneminde de orta vadeli uygulamalarına devam etmiştir. Bu dönemde tek amacı fiyat istikrarı olmamış, fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da gözeterek şekilde TL ve döviz likiditesindeki aksaklıkları azaltacak, kredi piyasalarının sağlıklı işlemlerini sağlayacak ve reel sektörü destekleyecek bir dizi ek önlemler almıştır. Kısa vadeli faiz oranlarının yanı sıra zorunlu karşılık oranları, faiz koridoru, rezerv opsiyon mekanizması gibi likidite

yönetimine ve finansal istikrara yönelik yeni politika araçlarının devreye girdiğini görmek mümkündür. 2010 yılında TCMB tarafından açıklanan çıkış stratejisinde dile getirildiği gibi bu dönemde politika amacı; “özellikle dış denge, kredi genişlemesi ve sermaye akımlarından kaynaklanan kırılganlıklara karşı ekonominin dayanıklılığını artıracak bir çerçeve oluşturmaktır.”

Çalışmanın üçüncü bölümünde, örtük ve açık olmak üzere, 2002:1- 2012:9 tarihlerini kapsayan enflasyon hedeflemesi sürecinde enflasyon oranı ile etkileşim içinde olduğu düşünülen faiz oranı, döviz kuru, para arzı ve kredi hacmi değişkenleri arasındaki ilişki yapısal VAR (SVAR) modeli ile incelenmiştir. Etki tepki fonksiyonlarıyla elde edilen sonuçlara bakıldığında, faiz oranlarındaki şokun 2002:01-2012:9 döneminde enflasyon üzerinde kısa dönemde etkili olduğu ortaya çıkmıştır. Bu etki orta ve uzun dönemde dalgalanarak ortadan kalkmıştır. Döviz kurunun enflasyon üzerindeki etkisi ise önemsenecek kadar az ve kısa dönemlik (iki ay) olduğu, daha sonra bu etkinin sıfır etrafında seyrederek ortadan kalktığı gözlemlenmiştir.

Döviz kuru, enflasyonla etkileşim içinde olduğu gibi faizle de etkileşim içindedir. Faiz oranlarında gerçekleşecek ani bir şoka karşılık döviz kurlarının tepkisiz olduğu görülmektedir. Ancak 2002:1-2012:9 döneminde döviz kuruna verilen şoka karşılık faiz oranının tepkisi kısa vadeli de olsa söz konusudur. 2002:1-2012:9 enflasyon hedeflemesi sürecinin bir bütün olarak incelendiği bu çalışmada para arzına verilen şokun enflasyon üzerindeki etkisi iki ay kadar sürmekte ve daha sonra ortadan kalkmaktadır.

Varyans ayrıştırmasından elde edilen sonuçlara baktığımızda, 1. Dönemde enflasyondaki değişmelerin % 86.5'i enflasyonun kendisi tarafından açıklanırken, faiz oranı ve döviz kuru tarafından % 6'sı açıklanmaktadır. Orta ve uzun dönemde enflasyon değişkenindeki değişmelerin % 10'u para arzı tarafından açıklanırken, % 20 gibi bir kısmı da kredi hacmi tarafından açıklanmaktadır. Enflasyon değişkeninin üzerinde faizin ve döviz kurunun etkisi ise uzun dönemde dahi ancak %5.7 seviyesine ulaşabilmiştir. Uzun dönemde enflasyonda yaşanan değişimin ancak yarısı kendisi tarafından açıklanmaktadır. O halde enflasyon oranındaki değişmelerin (artış/azalış) nedenleri sırasıyla kredi hacmi, para arzı, döviz kuru ve faiz oranı olarak sıralanabilir. Enflasyon oranlarındaki değişikliğin nedeni olarak kredi hacmi ve para arzının büyük

önem arz ettiği düşünöldüğünde 2008 yılından bu yana tartışılan ve 2010 yılından bu yana da uygulanan modern enflasyon hedeflemesi politikasının doğru bir uygulama olduğu söylenebilir. Nitekim son dönemlerde aşırı kredi hacmi ve para arzı genişlemesinin yaşandığı gözlenmiş ve bu büyüklüklerin kontrol altına alınması için zorunlu karşılık oranlarının, rezerv opsiyon mekanizmasının ve likidite politikalarının aktif olarak devreye sokulduğu uygulanan politikalarla görölmüşür.

EK 3.1 Model İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

VAR Gecikme Sayısı Seçim Kriteri

İçsel değişkenler: d(KREDİ),d(M2),d(EDK),d(ON),d(TÜFE)

Dışsal değişkenler: C

Örnekleme: 2002:1 2012:9

Dahil edilen gözlem sayısı: 122

Gecikme	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	8.58e+09	37.06212	37.17889	37.10953
1	147.8573	3.53e+09	36.17381	36.87443*	36.45831*
2	36.73213	3.83e+09	36.25387	37.53834	36.77545
3	55.78197	3.41e+09	36.13246	38.00078	36.89113
4	57.86489	2.91e+09	35.96217	38.41434	36.95792
5	34.42492	3.11e+09	36.01218	39.04820	37.24501
6	45.82801*	2.89e+09*	35.91158*	39.53144	37.38149
7	25.73881	3.34e+09	36.02164	40.22535	37.72863
8	23.87343	3.94e+09	36.13574	40.92330	38.07982

* kriter tarafından seçilen gecikme uzunluğunu göstermektedir

LR: Sırasal modifiye LR test istatistiği (her test % 5 düzeyinde)

FPE: Son tahmin hatası

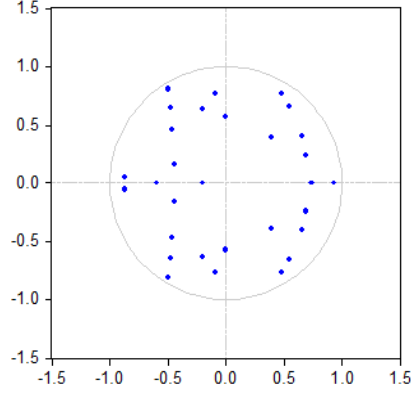
AIC: Akaike bilgi kriteri

SC: Schwarz bilgi kriteri

HQ: Hannan-Quinn bilgi kriteri

EK 3.2 VAR Kararlılık Sınaması

AR Karakteristik Polinomun Ters Kökleri



Karakteristik Polinomun Kökleri

İçsel Değişkenler: d(KREDI), d(M2), d(EDK), d(ON), d(TUFE),

Dışsal Değişkenler: c

Gecikme Uzunluğu: 1 6

Kök	Modülüs
-0.494471 + 0.807243i	0.946648
-0.494471 - 0.807243i	0.946648
0.929040	0.929040
0.477426 + 0.767723i	0.904066
0.477426 - 0.767723i	0.904066
-0.872432 - 0.059709i	0.874473
-0.872432 + 0.059709i	0.874473
0.544902 + 0.657676i	0.854082
0.544902 - 0.657676i	0.854082
-0.478908 - 0.644971i	0.803331
-0.478908 + 0.644971i	0.803331
-0.086550 - 0.770414i	0.775261
-0.086550 + 0.770414i	0.775261
0.655607 + 0.403387i	0.769767
0.655607 - 0.403387i	0.769767
0.737775	0.737775
0.690283 + 0.247048i	0.733160
0.690283 - 0.247048i	0.733160
-0.204902 + 0.637506i	0.669626
-0.204902 - 0.637506i	0.669626
-0.466151 + 0.466961i	0.659810
-0.466151 - 0.466961i	0.659810
-0.600124	0.600124
-0.001931 - 0.575708i	0.575711
-0.001931 + 0.575708i	0.575711
0.388368 + 0.397791i	0.555938

0.388368 - 0.397791i	0.555938
-0.444083 + 0.162727i	0.472959
-0.444083 - 0.162727i	0.472959
-0.197098	0.197098

Karakteristik köklerin sayısal değerlerinin gösterildiği tabloda bütün birim köklerin 1'den küçük olduğu tespit edilmiş ve VAR(6) modelinde kararlılık sınaması yapılarak istikrar koşulunun sağlandığı sonucuna varılmıştır. Ayrıca yukarıdaki grafiğe baktığımızda VAR(6) modeline ait karakteristik köklerin birim çember içinde olduğu gözlenmiştir. İstikrar koşulunun sağlanmasından sonra değişen varyans ve otokorelasyon testleri uygulanmıştır.

EK 3.3 Otokorelasyon ve Değişen Varyans Sonuçları

Otokorelasyon LM Test Sonuçları

Gecikme uzunluğu	LMF İstatistiği	Olasılık Değeri
1	26.01521	0.4068
2	26.27143	0.3932
3	25.87692	0.4142
4	19.69219	0.7628
5	30.43476	0.2084
6	33.62515	0.1162

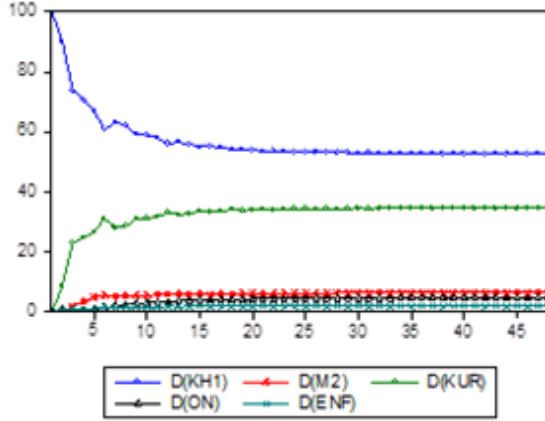
Değişen Varyans Test Sonuçları

Chi-sq	df	Olasılık
936.6473	900	0.1927

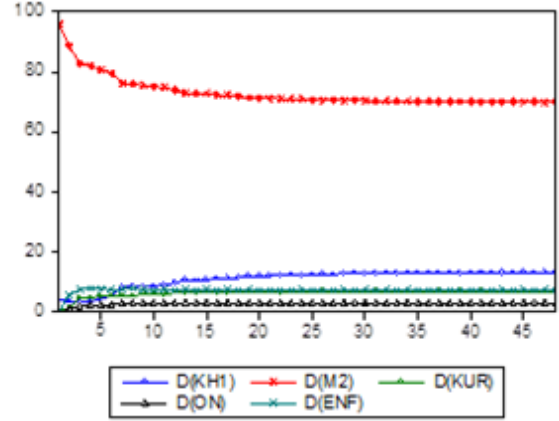
Otokorelasyon LM test sonuçlarına baktığımızda ilk altı gecikmede otokorelasyon sorununun olmadığı sonucuna varılmıştır. Bununla birlikte değişen varyans sorunu da bulunmamaktadır.

EK 3.5 Uzun Dönem Kısıtlı VAR Modelinde Varyans Ayrıştırma Sonuçları

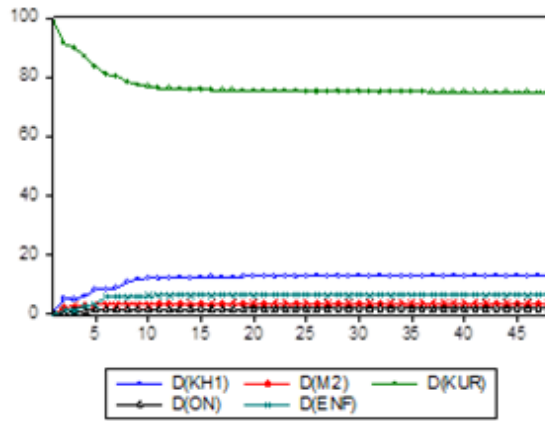
Kredi Hacminin Varyans Ayrıştırması



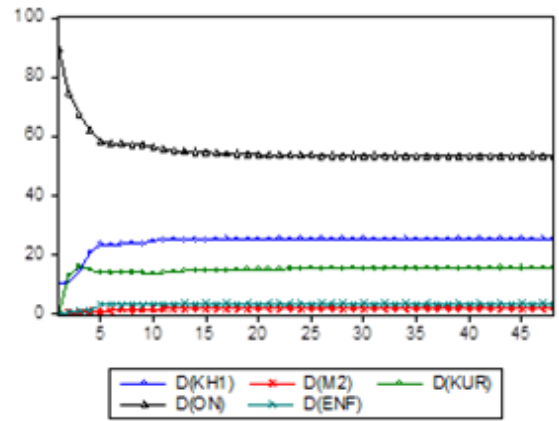
Para Arzının Varyans Ayrıştırması



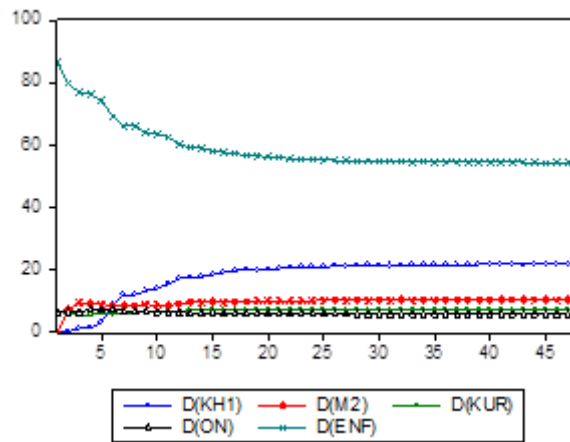
Döviz Kurunun Varyans Ayrıştırması



Faiz Oranının Varyans Ayrıştırması



Enflasyonun Varyans Ayrıştırması



KAYNAKÇA

- AGLIETTA Michel, “Inflation Targeting and Financial Stability”, University of Paris X-Nanterre, **FORUM and CEPII**, http://www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/Activ/aglietta_nice.pdf, (18.04.2012)
- AKKAYA Şahin - Halil ALTINTAŞ, “Para Arzının Enflasyon Üzerindeki Etkisi”, ss. 269-277, <http://www.econturk.org/sahin.pdf>, (07.03.2012)
- AKLAN ADANUR Nejla - Mehmet NARGELEÇEKENLER, “Taylor Kuralı: Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme”, **Ankara Üniversitesi SBE Dergisi**, 63-2, ss.23-41.
- AKYAZI Haydar - Seyfettin ARTAN, “Türkiye’de Enflasyon -Enflasyon Belirsizliği İlişkisi ve Enflasyon Hedeflemesinin Enflasyon Belirsizliğini Azaltmadaki Rolü”, **Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi**, Sayı:48, Mart 2004, ss.3-17.
- ALESINA Alberto - Summers H. Lawrance, “Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence”, **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.25, 1993
- ALEX Cukierman - Steven B. WEBB - Bilin NEYAPTI, “Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes”, **The World Bank Economic Review**, Vol. 6, No.3, 1992
- ALPER Koray - Hakan KARA - Mehmet YÖRÜKOĞLU, “Rezerv Opsiyonu Mekanizması”, **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı: 2012-28, 22 Ekim 2012
- ALPER Koray - S.Tolga TİRYAKİ, “Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri”, **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı: 2011-08, 13 Nisan 2011
- ALTAMİRANO Javier Arturo Reyes, “Inflation Targeting in Emerging Countries: The Exchange Rate Issues”, **Texas A&M University**, August 2003
- ARAS Osman Nuri, “Son Ekonomik Krizin Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesine Etkisi”, **Ekonomi Bilimler Dergisi**, Cilt:2, Sayı:2, 2010 ISSN: 1309-8020 (Online), ss.97-104, http://www.sobiad.org/eJOURNALS/dergi_EBD/arsiv/2010_2/12osman_nuri_aras.pdf, (27.11.2012)
- ASLANOĞLU Erhan, **Küreselleşme ve Düşen enflasyon Sürecinde Türkiye ve Dünya Ekonomisi**, Başlık Yayın Grubu, İstanbul, Mart 2011

- ATUK Oğuz - M. Utku ÖZMEN - Necati TEKATLI, “Çekirdek Enflasyon Göstergelerinin Kullanımı Üzerine Bir Değerlendirme”, **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı: 2010-1, 24 Ocak 2011
- AYDIN Burcu - Engin VOLKAN, “Incorporating Financial Stability in Inflation Targeting Frameworks”, **IMF Working Paper**, WP/11/224, September 2011
- BALGATI B.H., **Econometrics**, Fifth Edition, Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2008
- BAŞÇI Erdem - Hakan KARA, “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, **TCMB Çalışma Tebliği**, No:11/08, Mayıs 2011
- BAŞKAYA Y. Soner - Eda GÜLŞEN - Musa OCAK, “2008 Hedef Revizyonu Öncesi ve Sonrasında Enflasyon Beklentileri”, **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı:2010-1, 25 Ocak 2010
- BAŞKAYA Y. Soner - Eda GÜLŞEN - Hakan A. KARA, “İletişim Politikası ve Enflasyon Beklentileri”, **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı 2012-15
- BERNANKE Ben S. - Frederic MISHKIN, “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy”, **Journal of Economic Perspectives**, Vol.11, No.2, 1997, ss.97-116.
- BERNANKE Ben S. Bernanke - Thomas LAUBACH - Frederic S. MISHKIN - Adam S. POSEN, “Inflation Targeting- Lessons from The International Experience”, Second Edition, **Princeton University Press**, Princeton New Jersey, 2001.
- BIS, Central Bank Governance and Financial Stability, 2011
- BIANCHI Javier - Enrique MENDOZA, “Overborrowing, Financial Crises and Macroprudential Policy”, **IMF Working Paper**, W/11/24, 2011
- BİNİCİ Mahir - Bülent KÖKSAL, “Türkiye’de Aşırı Kredi Genişlemeleri”, **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı 2012-15, 2012
- BORIO Claudio, “The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?”, **BIS Working Papers**, No.395, Monetary and Economic Department, December 2012
- CENGİZ Vedat, “Parasal Aktarım Mekanizması ve Ampirik Bulgular”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı:33, Temmuz-Aralık (226) 2009, ss.225-247.
- CHOW Gregory C., “Tests of Equality Between Sets of Coefficients in Two Linear Regressions”, **The Econometrica Society**, 1960
- COOLEY Thomas F. - Stephen F. LEROY, “Atheoretical Macroeconometrics: A Critique”, **Journal of Monetary Economics**, Elsevier, Vol.16 (3), November 1985, ss.283-308.

- ÇINAR Barış - Ömer ERDĞAN - Tuğrul GÜRGÜR - Tandoğan POLAT, “Küresel Kriz, Etkileşim Kanalları ve Türkiye Ekonomisi”, **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı 2010-7, 2010
- ÇINAR Barış - Eray YÜCEL, “Enflasyon Hedefleyen Gelişmekte Olan Ülkelerin Kriz Dönemindeki Faiz Kararları”, **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı: 2011-2, 18 Şubat 2011
- DEMİRHAN Erdem, **Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi**, Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No: 231, İstanbul 2002
- DICKEY D.A. - FULLER W.A., “Distribution of The Estimators for Autoregressive Time Series with A Unit Root”, **Journal of the American Statistical Society** **75**, 1979, s.427–431.
- DPT, **Sayılarla Türkiye Ekonomisi Gelişmeler 1980-2001, Tahminler 2002-2005**, 2002
- ELEKDAĞ Selim - İbrahim Burak KANLI, “Finansal Stres ve İktisadi Faaliyet”, **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı 2010-6, 2010
- ELLIOTT G. – ROTHENBERG T.J. - STOCK J.H., “Efficient Tests for An Autoregressive Unit Root”, **Econometrica** **64**, 1996, s.813–836.
- EPSTEİN Gerald - A.Erinç YELDAN, “**Beyond Inflation Targeting: Assessing The Impacts and Policy Alternatives**”, Beyond Inflation Targeting: Assessing The Impacts and Policy Alternatives, Edward Elgar Publishing, 2009, ss.3-28, s.3.
- ERSEL Hasan, “Finansal İstikrarın Sağlanması İçin Nasıl Bir Mekanizma Tasarlanmalıdır?”, **İktisat İşletme ve Finans**, 27 (315), 2012, ss.37-49.
- ERDOĞAN Seyfettin - Durmuş Çağrı YILDIRIM - Hakan GÜNEŞ, “Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Makroekonomik Performans Üzerinde Etkili midir?”, **Maliye Dergisi**, Sayı: 159, Temmuz- Aralık 2010, ss.103-118.
- ERDEM Ekrem, **Para, Banka ve Finans Sistemleri**, Detay Yayıncılık, Ankara, 2008
- ERMİŞOĞLU Ergun, “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Türkiye’deki Başarısının Değerlendirilmesi”, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB, Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, Mayıs 2011
- ETHEMOĞLU Mehmet Başbuğ, “Türkiye ve Uygulamada Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye İçin Çıkarımlar” (Yüksek Lisans Tezi) Süleyman Demirel Üniversitesi S.B.E. , Antalya, Aralık 2005
- GENEL EKONOMİ VE MALİ SİSTEM, “Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey, TÜREV Araçlar, Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uzmanlığı Lisansı Eğitimi”, **TSPAKB**, Mart 2011

- GRAY Dale - Carlos GORCÍA - Leonardo LUNA - E. Jarge RESTREPO, “Incorporation Finansal Sektör Risk Into Monetary Policy Models: Application to Chile”, **IMF Working Paper**, WP/11/228, International Monetary Fund, 2011 September
- GREGORIO Jose De, “Recent Challenges of Inflation Targeting”, **BIS Papers**, No.51, Monetary and Economic Department, March 2010, ss.9-13.
- GÜL Ekrem - Aykut EKİNCİ - Arif Argun GÜRBÜZ. **Enflasyonla Mücadelede Enflasyon Hedeflemesi Kavramları İşleyiş ve Türkiye**, Ekin Kitabevi, Bursa 2006
- GÜLŞEN Eda - İbrahim Burak KANLI - Neslihan KAYA, “Küresel Kriz Döneminde TCMB’nin Faiz Kararlarının Kur Üzerindeki Etkisine Dair Bir Analiz”, **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı 2010-11
- GÜRCİHAN H.Burcu - Özgür ÖZEL, “Küresel Finansal Kriz Döneminde Para Politikası Kurulu Kararlarının Piyasa Getirileri Üzerindeki Etkisi”, **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı 2010-10, 2010
- HERRERA Hernando Vargas - Yanneth R. BETANCOURT - Carlos VARELA - Norberto RODRÍGUEZ, “Effects of Reserve Requirements in An Inflation Targeting Regime: The Case of Colombia”, **BIS Papers**, No.54, ss.133-169.
- HERRERO Alica Garcia - Pedro Del RIO, “Financial Stability and The Design of Monetary Policy (1)”, **Banco de Espana**, 2003
- INTERNATIONAL MONETARY FUND, “Global Financial Stability Report: Market Update”, www.imf.org.tr
- INTERNATIONAL MONETARY FUND, “Turkey Financial System Stability Assesment”, **IMF Country Report**, No: 07/361, Washington, November 2007
- IŞIK Nihat - Mustafa ACAR - H. Bayram IŞIK, “Enflasyon ve Döviz Kuru İlişkisi”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:9, Sayı:2, 2004, ss.325-340.
- İSTANBUL SANAYİ ODASI, **AB Ülkelerinin Temel Ekonomik Göstergeleri (Üye ve Aday Ülkeler)**, Nisan 2012
- KANALICI AKAY Hülya, “Para Politikasında Zaman Tutarsızlığı”, **İktisat Fakültesi Mecmuası**, Cilt:56, Sayı:2, 2006, ss.141-162, s.142
- KANALICI AKAY Hülya - Mehmet NARGELEÇEKENLER, “Para Politikası Şokları Hisse Senedi Fiyatlarını Etkiler mi? Türkiye Örneği”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, Cilt:XXVII, Sayı: II, 2009, ss.129-152.
- KARACA Orhan, “Türkiye’de Faiz Oranları ile Döviz Kuru Arasındaki İlişki: Faizlerin Düşürülmesi Kurları Yükseltir mi?” **Türkiye Ekonomi Kurumu**, Tartışma Metni 2005/14, <http://www.tek.org.tr>

- KARACAN Rıdvan, “Faiz, Döviz Kuru İlişkisinin Makroekonomik Performansa Etkisi Üzerine Bir Değerlendirme”, **Kocaeli Üniversitesi S.B.E. Dergisi (20)**, 2010/2, ss.72-92.
- KARA A. Hakan - Musa ORAK, “Enflasyon Hedeflemesi”, **Ekonomik Tartışmalar Performansı**, Ekim 2008
- KARA Hakan, “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası”, **TCMB Çalışma Tebliği**, No:12/17, Haziran 2012
- KARACA Orhan, “Türkiye’de Faiz Oranı ile Döviz Kuru Arasındaki İlişki: Faizlerin Düşürülmesi Kurları Yükseltir mi?”, **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni 2005/14**, Ekim 2005, www.tek.org.tr
- KARAGÖL Erdal Tanas, Geçmişten Günümüze Türkiye’de Dış Borç, **Seta Analiz**, www.setav.org, 2010, s.7.
- KARGI Veli, “Enflasyon ve 1980-2005 Döneminde Türkiye’de Fiyat Artışları”, **Maliye Dergisi**, Sayı: 152, Ocak-Haziran 2007, ss.60-80.
- KARTAL Fikret, “Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Para Politikasının Görünümü”, **Maliye Finans Yazıları**, Yıl:15, Sayı:91, 2011, ss.77-100.
- KAYA M. Veysel, “Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Genel Bir Bakış: 2002-2011 Türkiye Deneyimi”, **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı:33, Ağustos 2012, ss.129-138.
- KAZGAN Gülten, “2008 Küresel Krizi: Nedenleri, Etik İlkeleri ve İktisat Eğilimi”, **Türkiye Ekonomi Kurumu**, Tartışma Metni 2012/98, Kasım 2012, www.tek.org.tr,
- KEYDER Nur, **Para Teori Politika ve Uygulama**, Ankara, 2000
- KUTLAR Aziz, **Uygulamalı Ekonometri**, Geliştirilmiş Üçüncü Baskı, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2009, s.96.
- KUTLAR Aziz, **Ekonometriye Giriş**, Güncellenmiş İkinci Basım, Nobel Akademik Yayıncılık, Ankara, 2012
- KUTLAR Aziz - Hilal GÜNDOĞAN, “Türkiye’de 2008 Finansal Kriz Sürecinde Para Politikası ve Enflasyon Hedeflemesi”, **Ekev Akademi Dergisi**, Vol.17, ISSN:1301-6229, Kış 2013, ss.269 – 283.
- KÜÇÜKSARAÇ Doruk - Özgür ÖZEL, “Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması”, **TCMB Çalışma Tebliği**, No:12/32, Kasım 2012
- KÜÇÜKSARAÇ Doruk - Pınar ÖZLÜ - Deren ÜNALMIŞ, “Küresel Kriz, Avrupa Borç Krizi ve Gelişmekte Olan Piyasalarda Bulaşıcılık Etkisi”, **TCMB Ekonomi Notlar**, Sayı 2012-04, 2012

- KWIATKOWSKI D. - PHILLIPS P.C.B. – SCHMIDT P. - SHIN Y., “Testing The Null Hypothesis of Stationary Against The Alternative of A Unit Root”, **Journal of Econometrics** **54**, 1992, s.159–178.
- LİM Cheng Hoon - Papi LAURA, “An Econometric Anaysis Of The Determinants Of Inflation in Turkey”, **International Monetary Fund**, WP/97/170, December 1997
- MADDALA G. S., **Introduction to Econometrics**, Second Edition, Macmillan Publishing Company, New York, 1992, s.578.
- MIHAILOV Alexander, “Has More Independence Affected Bank of England’s Reaction Function under Inflation Targeting? Lessons from Taylor Rule Empirics”, 2005, <https://www.essex.ac.uk/economics/discussion-papers/Papers-text/dp601.pdf>
- MISHKIN S. Frederic, **Para Teorisi-Politikası**, Çeviri: İlyas Şıklar, Ahmet Çakmak, Suat Yavuz, Bilim Teknik Yayınevi
- MISHKIN S. Frederic, “Global Financial Instability: Framework, Events, Issues”, **Journal of Economic Perspectives**, Volume 13, Number 4, Fall 1999, ss.3-20.
- MISHKIN S. Frederic, “From Monetary Targeting To Inflation Targeting Lessons From The Industrialized Countries”, January 2000, Columbia University, www0.gsb.columbia.edu
- MISHKIN S. Frederic, “The Internatioanl Lender Of Last Resort:What Are The Issues?”, July 2000, Columbia University, www0.gsb.columbia.edu
- MISHKIN S. Frederic “Inflation Targeting”, July 2001, Columbia University, www0.gsb.columbia.edu
- MISHKIN S. Frederic, “Inflation Targetin in Emerging Market Economics”, July 2003, Columbia University, www0.gsb.columbia.edu
- MISHKIN S. Frederic, “Why The Federal Reserve Should Adopt Inflation Targeting?”, July 2003, Columbia University, www0.gsb.columbia.edu
- MISHKIN S. Frederic, “The Inflation Targeting Debate”, January 2004, Columbia University, www0.gsb.columbia.edu
- MISHKIN S. Frederic, “Inflation Targeting: True Progress or Repackaging of An Old Idea?”, February 2006, Columbia University, www0.gsb.columbia.edu
- MISHKIN S. Frederic, “Financial Stabily and Globalization: Getting It Right”, March 2006, Columbia University, www0.gsb.columbia.edu
- MISHKIN S. Frederic, “Financial instability and the Federal Reserve as a liquidity provider”, **BIS Review** **123/2007**, New York, 26 October 2007

- MISHKIN S. Frederic, “Monetary Policy Strategy: Lessons From The Crisis”, December 2010, Columbia University, www0.gsb.columbia.edu
- MUTLUER KURUL Defne - Alper KORAY, “Küresel Kriz ve Kredi Eğilimleri”, **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı 10-02, 2010
- NIER Erlend W. - Jacek OSINSKI - Luis I. JACOME - Pamela MADRID, “Towards Effective Macroprudential Policy Frameworks: An Assessment of Stylized Institutional Models”, **IMF Working Paper**, WP/11/250, 2011
- ODABAŞ Hakkı - Ercan BAHTİYAR, “Küresel Kriz Bağlamında AB Üye Ülkeleri Bütçe Açıkları: Genel Bir Değerlendirme”, **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Cilt 2, Sayı 1, 2010, ss. 161-167.
- ODIOR Ernest Simeon O., “Inflation Targeting in An Emerging Market VAR and Impulse Response Function Approach”, **European Scientific Journal**, March Edition vol. 8, No.6 ISSN: 1857 – 7881, s.79-98.
- OKTAYER Asuman, “Türkiye’de Bütçe Açığı, Para Arzı ve Enflasyon İlişkisi”, **Maliye Dergisi**, Sayı:158, Ocak- Haziran 2010
- OKTAR Suat, **Enflasyon Hedeflemesi: Para Politikasının Güvenirliliği ve Fiyat İstikrarı**, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1998
- OĞUZ Şebnem, “Türkiye’de Enflasyon Sürekliliğinin Analizi: Tarihsel Trendi ve Tüfe Alt Gruplarındaki Farklılaşması” (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), **TCMB İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü**, Ankara, Mayıs 2010
- ÖĞRETMEN Eren, “Enflasyon Hedeflemesi: Uygulama Özellikleri”, **TCMB Dış İlişkiler Müdürlüğü**, 5 Temmuz 2004
- ÖNDER Timur, “Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması”, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), **TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü**, Ankara, Mayıs 2005
- ÖRNEK İbrahim, “Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının İşleyişi”, **Maliye Dergisi**, Sayı 156, Ocak-Haziran 2009, ss.104-125.
- ÖZATAY Fatih, “Para Politikasında Yeni Arayışlar ve TCMB”, **TEPAV**, R201202, 2012a, www.tepav.org.tr
- ÖZATAY Fatih, “Para Politikasında Yeni Arayışlar”, **İktisat İşletme ve Finans**, 27 (315), 2012b, s.51-75.
- ÖZATAY Fatih, **Parasal İktisat: Kuram ve Politika**, 2. Basım, Efil Yayınevi, Ankara, Ağustos 2011
- ÖZCAN Serkan, “Para Politikası Tercihleri ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki, Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar ve Türkiye Analizi” (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), **TCMB Bankacılık ve Finans Kuruluşları Genel Müdürlüğü**, Ankara, Mayıs 2006

- ÖZDEMİR Metin, “Enflasyon Hedeflemesi Teorisi: Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanabilirliği ve Türkiye” (Doktora Tezi), Ünal Aysal Tez Değerlendirme Yarışma Dizisi, İstanbul 2007
- ÖZTÜRK Serdar, **Enflasyon Hedeflemesi**, Derin Yayınları, İstanbul, 2003
- PALMQVIST Stefan Ulf., “Essays on Monetary Policy and Inflation Targeting”, **California University**, 2003
- PARASIZ İlker, **Enflasyon, Kriz ve Ayarlama**, 2.Baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa, Ağustos 2002
- PERRON P., “Lag Length Selection and The Construction of Unit Root Tests With Good Size and Power”, **Econometrica** **69**, 2001, ss.1519–1554.
- PHILLIPS P.C.B. – PERRON P., “Testing for A Unit Root in Time Series Regressions,” **Biometrika** **75**, 1988, s.335–346.
- PLESSIS Stan Du., “Inflation Targeting: Theory and Evidence”, http://web.up.ac.za/UserFiles/Inflation_Targeting.pdf
- RIXTEL Adrian van - GASPERINI Gabriele, “Financial Crises and Bank Funding: Recent Experience in The Euro Area”, **BIS Working Papers**, No:406, Monetary and Economic Department, March 2013
- SCHINASI Garry J., “Defining Financial Stability”, **IMF Working Paper**, WP/04/187, October 2004
- SCIHOPPA Tommaso Padoa, “Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in Between”, **The Transformation of The European Financial System**, Second ECB Central Banking Conference Frankfurt am Main, 24-25 October 2002
- SEVER Erşan - Zekeriya MIZRAK, “Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Oranı Arasındaki İlişkiler: Türkiye Uygulaması”, **SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, ss.266-283.
- SINCLAIR P. J. N., “Central Banks and Financial Stability”, **Bank of England Quarterly Bulletin**, November 2000, s.377-391.
- SMITH Jennifer, “Economic Policy in The UK, Macroeconomic Policy, Policy Reaction Function: Inflation Forecast Targeting and Taylor Rules”, EC307 EPUK - **Macroeconomic Policy**
- SVENSSON Lars E. O., “What is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules”, **Journal of Economic Literature**, Vol. XLI, June 2003, ss.426-477.
- ŞANLI Bahar, “Enflasyon Hedeflemesi Uygulamaları ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi”, **İstanbul Üniversitesi S.B. Dergisi**, Sayı: 16, İstanbul, ss.37-56.

- TALASLI İsmail Anıl, “Türkiye’de Bankacılık Sistemi Zorunlu Karşılık Yönetimi”, (Uzman Yeterlilik Tezi), **TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü**, Ankara, Mayıs 2012.
- TARI Recep, **Ekonometri**, Umuttepe Yayınları, 2011
- TCMB, “Enflasyon”, 2004, www.tcmb.com.tr
- TCMB, “Enflasyon Raporları 2006-2007-2008-2009-2010-2011-2012”, www.tcmb.gov.tr
- TCMB, “Finansal İstikrar Raporlar 2005-2006-2007-2008-2009-2010-2011”, www.tcmb.gov.tr
- TCMB, “Para ve Kur Politikası 2002-2003-2004-2005-2006-2007-2008-2009-2010-2011-2012”, www.tcmb.gov.tr
- TCMB, “2004 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi Hakkında Basın Duyurusu”, 2004, (11.02.2013)
- TCMB, Enflasyon Raporu 2011-I, 2011a
- TCMB, Merkez Bankası Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı, 2006, s.6, www.tcmb.gov.tr
- TCMB, **Para Politikası ve Enflasyon Görünümü**, İstanbul, 2011b
- TCMB, 2009 Enflasyon Raporu-I, 2009a, www.tcmb.gov.tr
- TCMB, Para Politikası Çıkış Stratejisi, Ankara, 2010, www.tcmb.gov.tr
- TCMB, 2010 Yılında Para ve Kur Politikası, 2009b, Ankara, www.tcmb.gov.tr
- TC Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, **Borç Göstergeleri**, 2012
- TC Kalkınma Bakanlığı, **Dünya Ekonomisindeki Son Gelişmeler**, Sayı:3, 2012
- TEMURLENK M. Sinan, “Türkiye’de İktisadi Dalgalanmaların Analizi: Bir Yapısal Var Modeli Analizi”, **Atatürk Üniversitesi iibF Dergisi**, Cilt:12, Sayı:1-2, Mayıs 1998, ss.55-70.
- TOVAR Camilo E., “Perspectives on Inflation Targeting, Financial Stability and The Global Crisis”, **BIS Papers**, No.51, Monetary and Economic Department, March 2010, s.1-3.
- TUCKER Paul, “Shadow Banking, Financing Markets and Financial Stability”, **BGC Partners Seminar**, London, 21 January 2010
- TURNER Ronald, “Inflation Targeting: Lessons from Known Targeters”, **Delaware of University**, 2007

- TUTAR Esra, “Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşulları: Türkiye’de Para Politika Araçları İle Enflasyon Arasındaki İlişkinin İncelenmesi”(Uzmanlık Yeterlilik Tezi), **TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü**, Ankara, Ağustos 2005
- UYGUR Ercan, “Krizden Krize Türkiye:2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”, **Türkiye Ekonomi Kurumu**, No: 2001/01, Nisan 2001(İkinci genişletilmiş taslak)
- UYGUR Ercan, “Enflasyon Para ve Mali Baskı: İktisat Politikasında Geri Kalmışlık”, **Konferans**, Sayı: 189, Yıl: 16, Aralık 2001, ss.7-23.
- VIERTEL Benjamin, “Inflation Targeting in the United Kingdom: Theoretical and Practical Aspects”, **Diplomica Verlag GmbH**, Hamburg, 2009
- YAVUZARSLAN Nursel, “Finansal İstikrar ve Zorunlu Karşılıklar”,(Uzman Yeterlilik Tezi), TCMB Bankacılık ve Finans Kuruluşları Genel Müdürlüğü, Ankara, 2011
- YILDIRIM Kemal - Doğan KARAMAN - Murat TAŞDEMİR, **Makro Ekonomi**, Seçkin Yayınları, Ankara, 2013
- YILMAZ Ömer - AKINCI Merter, “İktisadi Büyüme ile Cari İşlemler Bilançosu Arasındaki İlişki; Türkiye Örneği”, Atatürk Üniversitesi SBE Dergisi 15 (2), 2011, ss.363-377.
- WALSH E.Carl, “Inflation Targeting: What have We Learned?”, **International Finance**, 12:2, 2009, ss.195-233.
- WALSH E.Carl, “Implications of a Changing Economic Structure for The Strategy of Monetary Policy”, **Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy**, Jackson Hole Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2003, ss.297-348.
- WOODFORD Michael, “Inflation Targeting and Finansal Stability”, Columbia University, **NBER Working Paper**, 17967, April 2012
- WOODFORD Michael, “Commentary: How should Monetary Policy be Conducted in an Era of Price Stability?”, **New Challenges for Monetary Policy**, Reserve Bank Kansas City, 1999, ss.277-316.

ÖZGEÇMİŞ			
Adı, Soyadı	HİLAL		GÜNDOĞAN
Doğum Yeri ve Yılı	ÜSKÜDAR		1988
Bildiği Yabancı Diller	İNGİLİZCE		
ve Düzeyi	71.25 (KPDS)		
Eğitim Durumu	Başlama - Bitirme Yılı		Kurum Adı
Lise	2002	2006	Alpaslan Y.D.A.L
Lisans	2006	2010	ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
Yüksek Lisans	2010	2013	ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
Çalıştığı Kurum (lar)	Başlama - Ayrılma Yılı		Çalışılan Kurumun Adı
1.	2012	-	SAKARYA ÜNİVERSİTESİ
Üye Olduğu Bilimsel ve Mesleki Kuruluşlar			
Katıldığı Proje ve Toplantılar			
Yayımlar:	Aziz KUTLAR, Hilal GÜNDOĞAN. "Türkiye'de 2008 Finansal Kriz Sürecinde Para Politikası ve Enflasyon Hedeflemesi", Ekev Akademi Dergisi , Vol.17, ISSN:1301-6229, Kış 2013, ss.269 – 283.		
Diğer:	Prof.Dr.Aziz Kutlar, Arş.Gr.Hilal Gündoğan " Türkiye'de 2008 Küresel Kriz Sürecinde Para Politikası ve Enflasyon Hedeflemesi ", 3.Uluslararası Ekonomi Konferansı, 1-3 Kasım 2012, Çeşme/İZMİR		
İletişim (e-posta):	hgundogan@sakarya.edu.tr		
	Tarih İmza Adı Soyadı		

ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ

TEZ ÇOĞALTMA VE ELEKTRONİK YAYIMLAMA İZİN FORMU

Yazar Adı Soyadı	Hilal GÜNDOĞAN
Tez Adı	ENFLASYON HEDEFLEMESİ: FİYAT İSTİKRARINDAN FİNANSAL İSTİKRARA
Enstitü	Sosyal Bilimler Enstitüsü
Anabilim Dalı	İktisat Anabilim Dalı
Tez Türü	Yüksek Lisans
Tez Danışman(lar)ı	Doç.Dr. Hülya KANALICI AKAY
Çoğaltma (Fotokopi Çekim) izni	<input type="checkbox"/> Tezimden fotokopi çekilmesine izin veriyorum <input checked="" type="checkbox"/> Tezimin sadece içindekiler, özet, kaynakça ve içeriğinin % 10 bölümünün fotokopi çekilmesine izin veriyorum <input type="checkbox"/> Tezimden fotokopi çekilmesine izin vermiyorum
Yayımlama izni	<input type="checkbox"/> Tezimin elektronik ortamda yayımlanmasına izin Veriyorum

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

Tarih :

İmza :

