



**TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN
DEĞERLENDİRİLMESİ: 2000-2019 DÖNEMİ**

Bahar CIROĞLU

Yüksek Lisans Tezi

İktisat Anabilim Dalı

Danışman: Prof. Dr. Salih ÖZTÜRK

2020

T.C.
TEKİRDAĞ NAMIK KEMAL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN
DEĞERLENDİRİLMESİ: 2000-2019 DÖNEMİ

Bahar CİROĞLU

İKTİSAT ANABİLİM DALI

DANIŞMAN: Prof. Dr. Salih ÖZTÜRK

TEKİRDAĞ-2020

Her hakkı saklıdır.

BİLİMSEL ETİK BİLDİRİMİ

Hazırladığım Yüksek Lisans Tezinin bütün aşamalarında bilimsel etiğe ve akademik kurallara riayet ettiğimi, çalışmada doğrudan veya dolaylı olarak kullandığım her alıntıya kaynak gösterdiğimi ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, yazımda enstitü yazım kılavuzuna uygun davranıldığını taahhüt ederim.

10/02/2021

Bahar CIROĞLU



ÖZET

Kurum, Enstitü, ABD : Tekirdağ Namık Kemal Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü,
ABD : İktisat Anabilim Dalı

Tez Başlığı : Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin
Değerlendirilmesi: 2000-2019 Dönemi

Tez Yazarı : Bahar CIROĞLU

Tez Danışmanı : Prof. Dr. Salih ÖZTÜRK

Tez Türü, Yılı : Yüksek Lisans Tezi, 2020

Sayfa Sayısı : 148

Merkez bankası, para politikasını yürütürken iki farklı yönetime başvurmuştur. Birincisi enflasyonun doğrudan hedeflenmesidir. İkincisi parasal büyüklükler, faiz oranları, döviz kuru gibi değişkenleri kullanarak gelecekteki enflasyon oranının tahmin edilmesidir. 1980’li yıllarda dikkatleri üzerine çeken enflasyon hedeflemesi, enflasyonla mücadelede etkin olan bir para politikası rejimi haline gelmiştir. Ülkemizde ilk defa 2002-2006 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesi olarak uygulanmaya başlanmıştır. 2006 yılından günümüze kadar ise resmen enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçilmiştir. Türkiye’de Enflasyon hedeflemesi stratejisi 2002-2019 yılları arasında değerlendirilmeye çalışılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Enflasyon Hedeflemesi, parasal büyüklük, döviz kuru,

ABSTRACT

Institution, Institute, : Tekirdağ Namık Kemal University, Institute of Social Sciences,
Department : Department of Economics
Thesis Title : Evaluation of The İnflation Targeting Strategy in Turkey:2000-
2019 Period
Thesis Author : Bahar CIROĞLU
Thesis Adviser : Proffessor Doctor Salih ÖZTÜRK
Type of Thesis,Year : MA Thesis, 2020
Total Number of Pages : 148

The central bank uses two different methods in conducting its monetary policy. The first is to target inflation directly. The second estimates the future inflation rate using variables such as monetary aggregates, interest rates, exchange rates. İnflation targeting, which attracted attention in 1980, became an effective monetary policy in the fight against inflation. İmlicit inflation targeting was implemented for the first time in our country between 2002-2006. Since 2006, inflation targeting has been implemented officially. İnflation targeting strategy in Turkey is evaluated between the years 2002-2019.

Keywords: inflation targeting, monetary size, exchange rate

ÖNSÖZ

Çalışmanın hazırlanması sürecinde deneyimlerini esirgemeyen danışmanım Sayın Prof. Dr. Salih ÖZTÜRK'e, çalışma süresince her türlü kolaylığı sağlayan üstadım Sayın Defterdar Mehmet MALANLI'ya, ayrıca her daim yanımda olan yardım ve desteğini hiç esirgemeyen kıymetli eşim Sayın Erdem CİROĞLU'na saygı ve teşekkürlerimi sunarım.

Tekirdağ, 2021

Bahar CİROĞLU



İÇİNDEKİLER

BİLİMSEL ETİK BİLDİRİMİ	ii
YÜKSEK LİSANS TEZİ	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
ÖZET	iv
ABSTRACT	v
ÖNSÖZ	vi
İÇİNDEKİLER	vii
TABLolar LİSTESİ	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ	xii
GRAFİKLER LİSTESİ	xiii
KISALTMALAR	xiv
GİRİŞ	1
1. PARA POLİTİKASI VE KURALA GÖRE – DURUMA GÖRE PARA POLİTİKASININ GENEL TEORİK ÇERÇEVESİ	4
1.1. Para Politikasının Tanımı (Çerçevesi)	4
1.2. Para Politikasının Türleri	5
1.2.1. Genişletici Para Politikası	5
1.2.2. Daraltıcı Para Politikası	6
1.3. Para Politikası Araçları	6
1.3.1. Geleneksel Araçlar	6
1.3.1.1. Açık Piyasa İşlemleri	6
1.3.1.2. Reeskont Politikası	8
1.3.1.3. Zorunlu Karşılıklar	9
1.3.1.4. Disponibilite Oranı	12
1.3.1.5. Kredi Tavanı	12
1.3.1.6. Kısa Vadeli Faiz Oranları	13
1.3.2. Geleneksel Olmayan Araçlar	13
1.3.2.1. Niceliksel Genişleme (Miktar Genişlemesi).....	16
1.3.2.2. Kredi Genişlemesi.....	16
1.3.2.3. Faiz Taahhüdü Politikası	17
1.3.2.4. Rezerv Opsiyon Mekanizması	18

1.3.2.5.	Faiz Koridoru	20
1.4.	Para Politikasının Amaçları	22
1.4.1.	Fiyat İstikrarı.....	22
1.4.2.	Tam İstihdam	23
1.4.3.	Ekonomik Büyüme	24
1.4.4.	Faiz İstikrarı.....	24
1.4.5.	Finansal Piyasaların İstikrarı	25
1.5.	Enflasyon: Tanımı, Türleri ve Maliyetleri	26
1.5.1.	Enflasyonun Tanımı.....	26
1.5.2.	Enflasyonun Türleri	27
1.5.2.1.	Talep Enflasyonu	27
1.5.2.2.	Sürünen (İlımlı) Enflasyon	27
1.5.2.3.	Hiperenflasyon.....	27
1.5.3.	Enflasyonun Maliyetleri	28
1.6.	Kurala Göre–Duruma Göre Para Politikasının Genel Teorik Çerçevesi	28
1.6.1.	İktisat Ekollerinin Görüşleri	32
1.6.1.1.	Monetaristler: Kurallar	32
1.6.1.2.	Keynesyenler: Takdir Hakkı.....	33
1.6.2.	Zaman Tutarsızlığı.....	33
1.6.2.1.	Kydland–Prescott Modeli	34
1.6.2.2.	Barro–Gordon Modeli.....	37
1.6.3.	Kural Politikalar: Hedef Kurallar–Araç Kurallar	37
1.6.3.1.	Hedef Kurallar: Ana ve Ara Hedefler.....	38
1.6.3.2.	Araç Kurallar	38
1.6.3.2.1.	Taylor Kuralı.....	39
1.6.3.2.1.1.	Taylor Kuralının Avantajları, Dezavantajları ve Kurala Yapılan Eleştiriler	44
1.6.3.2.2.	McCallum Kuralı	44
2.	ALTERNATİF PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİ VE ENFLASYON HEDEFLEMESİ	46
2.1.	Para Politikası Kuralları ve Hedef Seçimi	46
2.1.1.	Ara Hedefleme Stratejisi.....	48

2.1.1.1.	Para Arzı Hedeflemesi (Parasal Hedefleme)	48
2.1.1.1.1.	Parasal Hedeflemenin Avantajları ve Dezavantajları	54
2.1.1.2.	Döviz Kuru Hedeflemesi	57
2.1.1.2.1.	Döviz Kuru Hedeflemesinin Avantajları ve Dezavantajları	62
2.1.1.3.	Faiz Oranı Hedeflemesi	63
2.1.2.	Nihai Hedef Yaklaşımı	64
2.1.2.1.	Nominal GSYİH Hedeflemesi	64
2.1.2.1.1.	Nominal GSYİH'nın Avantajları ve Dezavantajları.....	67
2.1.2.2.	Enflasyon Hedeflemesi	69
2.2.	Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi	70
2.2.1.	Enflasyon Hedeflemesinin Ortaya Çıkışı	70
2.2.2.	Enflasyon Hedeflemesinin Tanımı	73
2.2.3.	Enflasyon Hedeflemesi Stratejisini Uygulayan Bir Merkez Bankasının Amacı.....	76
2.2.4.	Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Para Politikası Modeli	78
2.2.5.	Taylor Kuralı ve Enflasyon Hedeflemesi	79
2.2.6.	Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Ön Koşulları.....	81
2.2.6.1.	Merkez Bankası Bağımsızlığı.....	81
2.2.6.2.	Güvenilirlik.....	83
2.2.6.3.	Hesap verebilirlik ve Şeffaflık.....	85
2.2.6.4.	Mali Baskınlığı Düşük Olması	88
2.2.6.5.	Nihai Hedef Fiyat İstikrarı.....	92
2.2.6.6.	Gelişmiş Mali Piyasalar	93
2.2.6.7.	Güçlü Bir Finansal Sistem	94
2.2.7.	Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Uygulanması	95
2.2.7.1.	Hedef Seçimi Yapılması	97
2.2.7.2.	Fiyat Endeksi Seçimi	98
2.2.7.3.	Hedef Aralığının Belirlenmesi.....	99
2.2.7.4.	Hedefleme Süresinin Belirlenmesi ve İlan Edilmesi	100
2.2.8.	Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Avantajları ve Dezavantajları...	103
3. TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN UYGULAMA SÜRECİ.....		107

3.1. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Rejimi (2002-2005 Dönemi).....	109
3.2. Açık Enflasyon Hedeflemesi Rejimi (2006-2009) ve 2008 Küresel Finans Krizi	113
3.2.1. 2006 – 2007 Dönem Para Politikasının Duruşu.....	113
3.2.2. 2008 – 2009 Dönemi Para Politikasının Duruşu ve 2008 Küresel Finans Krizi.....	117
3.3. Esnek Enflasyon Hedeflemesi Rejimi (2010 ve Sonrası).....	125
SONUÇ.....	133
KAYNAKÇA	137



TABLolar LİSTESİ

Tablo 1: TL ve YP Zorunlu Karşılık Oranları (%)	11
Tablo 2: TCMB'nin Para Politikası Stratejisi	15
Tablo 3: Çeşitli Ülke Gruplarında Ortalama Enflasyon (%).....	25
Tablo 4: Seçilmiş Parasal Hedefleme Programları	53
Tablo 5: Enflasyon Hedeflemesinin Operasyonel Yönleri	71
Tablo 6: Güvenirliliğin Önemli Olmasının Sebepleri.....	85
Tablo 7: Enflasyon Hedeflemesi İçin Gerekli Koşullar	102
Tablo 8: GEGP'nin Çerçevesi.....	108
Tablo 9: Yılsonu Enflasyon Hedefi, Enflasyon Bekleyişleri ve Güvenilirlik Farkı (Aralık 2005 itibarıyla, Yüzde).....	109
Tablo 10: Temel Ekonomik Göstergeler.....	112
Tablo 11: Enflasyon Hedeflemesi, Belirsizlik Aralığı ve Enflasyon Gerçekleşmeleri (2006 – 2008 Enflasyon Hedeflemesi Dönemi).....	114
Tablo 12: 2008 Eylül – 2009 Ağustos Tarihleri Arasında Para Politikası Uygulamaları.....	120

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: TCMB Para Politikası Faiz Koridoru Çalışma Prosedürü	21
Şekil 2: Para Politikası Hedefleme Stratejileri.....	48
Şekil 3: Geleneksel Aktarım Mekanizması.....	74
Şekil 4: Doğrudan ve Dolaylı Finansman	95



GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1: Kyland – Prescott Zaman Tutarsızlık Modeli.....	35
Grafik 2: Parasal Hedeflemenin Dzavantajı.....	57
Grafik 3: Merkez Bankası Faiz Oranları Tespiti.....	80
Grafik 4: Gelecek 12 Aylık Enflasyon Bekleyişleri	109
Grafik 5: GEGP Sonrası Enflasyon Oranlarının Düşme Eğilimi.....	110
Grafik 6: Uluslararası Enflasyon Gelişmeleri (ABD, Euro Bölgesi ve Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon).....	117
Grafik 7: Türkiye Ekonomisi Temel Göstergeler (2006 – 2010).....	119
Grafik 8: Yıllık TÜFE Enflasyonu ve Hedefle Uyumlu Patika	121
Grafik 9: 12 ve 24 Ay Sonrasına İlişkin Enflasyon Beklentileri	122
Grafik 10: Enerji ve İşlenmiş Gıda Fiyatlarının Yıllık Artış Oranı	124
Grafik 11: Yıllık Enflasyon ve Hedefle Uyumlu Patika	124
Grafik 12: İşlenmemiş Gıda Fiyatları (Çeyreklik Yüzde Değişim).....	126
Grafik 13: Enflasyon ve Hedefler (Yüzde)	130
Grafik 14: Enflasyon Beklentileri (Yüzde).....	130

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
APİ	: Açık Piyasa İşlemleri
BBP	: Bankalar Arası Para Piyasası
EH	: Enflasyon Hedeflemesi
FED	: Federal Reserve Bank – ABD Merkez Bankası
GEGP	: Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı
GLP	: Geç Likidite Penceresi
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
IMF	: International Monetary Fund – Uluslararası Para Fonu
KKVG	: Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
M1	: Dolaşımdaki Para + Vadesiz Mevzuat
M2	: M1 + Vadeli Mevduat
M3	: M2 + Repo + Para Piyasası Fonları + İhraç Edilen Menkul Kıymetler
MB	: Merkez Bankası
PC	: Philips Curve – Philips Eğrisi
ROK	: Rezerv Opsiyon Katsayısı
ROM	: Rezerv Opsiyon Mekanizması
ROO	: Rezerv Opsiyon Oranı
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TEFE	: Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
TL	: Türk Lirası
YP	: Yabancı Para

GİRİŞ

Enflasyon, gelişmekte olan ülkelerin en önemli ekonomik sorunlarından birisidir. Enflasyon düzeyinin yüksek olması en başta ekonomik belirsizlik yaratarak, ekonomik birimlerin gelecek ile ilgili doğru kararlar vermesini engelleyen önemli bir faktör olarak ön plana çıkmaktadır. Bu durum belirsizlik ortamını arttırmakta ve belirsizlik ortamında şekillenen beklentilerin gerçekleşme ihtimalinin düşük olmasına ve para politikasında araç-amaç uyumsuzluğuna yol açmakta sonuç olarak da para politikasının etkinliğinin azaltmaktadır.

Merkez bankalarının esas amacı fiyat istikrarının sağlanması olduğundan, bu amacı gerçekleştirebilmek için çeşitli para politikası rejimlerini benimsemekte ve uygulamaktadırlar. Başlıca para politikası rejimleri; döviz kuru hedeflemesi stratejisi, parasal hedefleme stratejisi ve enflasyon hedeflemesi stratejisidir.

Bunlardan enflasyon hedeflemesi stratejisi, esnek kur rejimi ile birlikte son yıllarda uygulama alanı gittikçe yaygınlaşan bir para politikası stratejisi haline gelmiştir. Türkiye enflasyon hedeflemesi rejimine 2006 yılında geçmiş bulunmaktadır. Literatürde istikrar sağlamaya ve hedeflere ulaşmaya yönelik olarak uygulanan bu politikalar bir yandan merkez bankasının takdirine bağlı olabilirken diğer yandan da kurallar çerçevesinde uygulanabilmektedir.

Para politikası stratejileri iki farklı yaklaşımla ele alınmaktadır. Birincisi monetaristlerin savunduğu kurala dayalı para politikası, ikincisi ise Keyneslerin savunduğu takdir hakkı yani duruma göre para politikasıdır. Kural politikaları savunanlara göre para otoriteleri seçmiş olduğu enflasyon hedefinin dışındaki beklenmeyen gelişmelere müdahale etmemelidir. Şayet piyasalar beklentilerini merkez bankasının açıklamış olduğu kurallara göre yapar da merkez bankası bu kurallardan vazgeçip farklı bir politika uygularsa zaman tutarsızlığı problemi ortaya çıkacaktır. Bu da piyasa beklentilerini olumsuz etkilediği gibi merkez bankasına olan güveni de sarsacaktır. Duruma göre politikaları savunanlara göre ise katı bir kurala bağlı kalmanın ekonomi üzerinde olumsuz etkileri olacaktır. Örneğin, dışsal bir şok karşısında para politikasının kurala bağlı olmasından dolayı müdahalede bulunamamak ekonomiyi daha da çıkmaza sokabilecektir. Her iki yaklaşımı birlikte düşündüğümüzde, enflasyon hedeflemesi bağımsız merkez bankasına işaret ettiğinden

kurala bağı politikalar olarak kabul edilemez, aynı şekilde duruma göre politikalara nazaran daha esnek olduğundan duruma bağı politikalar olarak da kabul edilemeyeceği aşıkardır. Enflasyon hedeflemesi kural politikalar ile takdire dayanan politikalar arasında bir yerdedir.

Politika uygulayıcılar herhangi bir makroekonomik değişkenin değerine yönelik bir hedefi belirlediklerinde istenilen bu hedefe ulaşmak için gerekli olan stratejiyi de tespit etmek zorundadırlar. Günümüze kadar makroekonomi alanında yapılan çalışmalarda ve son dönemlerde ülkemizde hissedilen finansal kriz ile ilgili konuların başında uygulanan para politikası kuralları gelmektedir. Uygulanan para politikasının değerlendirilmesinde oldukça popüler olan Taylor Kuralı, merkez bankasının faiz oranı ile gerçekleşen enflasyon oranının sapması ve çıktı açığı oranı arasındaki doğrusal ilişkiyi açıklamaktadır. Yani Taylor Kuralı gerçekleşen ve hedeflenen değerlerdeki değişim halinde merkez bankasının vereceği tepkiyi açıklamaktadır.

Bu tezin amacı Türkiye’de 2002-20019 yılları arasında uygulanan para politikasının, enflasyon hedeflemesi stratejisi bağlamında değerlendirilmesidir.

Tezin önemi enflasyon hedeflemesi stratejisinin Türkiye açısından değerlendirilmesidir. Bu kapsamda Türkiye’ye ait 2002-2019 yılları arasındaki gelişmeler kullanılarak bu analiz yapılmıştır. Bu tezde, daha önce bu konuda yapılmış ampirik çalışmaların eleştirel bir yaklaşımla sentezlenip, yeniden değerlendirilmesi şeklinde arşiv-belge tarama teknikleri (içerik analizi) yöntemi kullanılmıştır. Veri seti olarak; çalışmanın literatür ve analize dayalı kısmında kitap, dergi, tez ve internet taramalarından elde edilen veriler temel materyaller olarak alınmıştır.

“Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Değerlendirilmesi: 2000-2019 Dönemi” başlık yüksek lisans tez çalışması üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde Para Politikası ve Kurala göre-Duruma Göre Para Politikasının Genel Teorik Çerçevesi başlığı altında; para politikasının tanımı, türleri, amaç ve araçları ile enflasyonun tanımı, türleri maliyetleri irdelenmiş olup, bununla birlikte kurala göre-duruma göre para politikasının genel teorik çerçevesi ele alınmıştır. Ek olarak zaman tutarsızlık problemine değinilerek Kydland–Prescott modeli ile Barro–Gordon modeli

ele alınmıştır. Ayrıca bir araç kural olan Taylor Kuralı ve McCallum Kuralı incelenmiştir.

İkinci bölümde Alternatif Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedeflemesi başlığı altında; alternatif para politikası stratejilerinden ara hedefleme stratejisi olan para arzı hedeflemesi, döviz kuru hedeflemesi, faiz oranı hedeflemesi ile nihai hedef yaklaşımı olan nominal GSYİH hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi stratejisi incelenmiştir. Buradan hareketle enflasyon hedeflemesinin ortaya çıkışı, tanımı, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan bir merkez bankasının amacı, enflasyon hedeflemesi stratejisinde para politikası modeli, Taylor Kuralı ve enflasyon hedeflemesi ilişkisi, enflasyon hedeflemesinin ön koşulları, enflasyon hedeflemesinin uygulanması ve de enflasyon hedeflemesinin avantajları ve dezavantajları incelenmiştir.

Üçüncü bölümde de Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Uygulama Süreci başlığı altında; 2001 yılında Güçlü Ekonomi’ye Geçiş Programına değinilerek, 2002-2005 Örtük Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin uygulandığı dönem, 2006-2009 Açık Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin uygulandığı dönem ve 2008 Küresel Finans Krizinin Türkiye’de uygulanan para politikaları üzerindeki etkisi son olarak da 2010 ve sonrası Esnek Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin uygulandığı dönem para politikası incelenmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. PARA POLİTİKASI VE KURALA GÖRE – DURUMA GÖRE PARA POLİTİKASININ GENEL TEORİK ÇERÇEVESİ

1.1. Para Politikasının Tanımı (Çerçevesi)

Para politikası, merkez bankasının fiyat istikrarını sağlamak için işsizlik, büyüme gibi makro büyüklükleri de dikkate alarak uygulamış olduğu politikaların bütünüdür. Merkez bankası ekonominin içinde bulunduğu duruma göre ki bu durumlar enflasyonist veya deflasyonist eğilimlerin baş gösterdiği durumlardır, işte böyle hallerde para politikası ile para arzı ve faizleri yönlendirmeye çalışmaktadır.

Para politikası, ekonominin nakit ihtiyacının ayarlanmasında etkilidir. Bunu sağlarken de aşağıdaki bazı değişkenlerin rolü önem arz etmektedir(Orhan ve Erdoğan, 2015:60):

- Kredi talebinin faize olan duyarlılığı,
- Bankacılık sektörünün gelişmişliği ve dolayısıyla ödünç alma işlemlerinin dinamikliği,
- Bankaların ve ödünç alanların para politikasına olan duyarlılıkları.

Para politikasında temelde üç rejim etkili olmaktadır. Bunlar: para miktarına dayalı, kredi hacmine dayalı ve de faiz düzeyine dayalı para politikası rejimleridir. Son yıllarda bunlara ilave olarak alternatif para politikası rejimleri adı altında kabul edilen enflasyon hedeflemesi, döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme, faiz hedeflemesi ve nominal milli gelir hedeflemesi de ön plana çıkmaya başlamıştır(Paya, 2013:14).

Para politikası, makroekonomik amaçlara hizmet eden bir politikadır. Para politikasının etkinliğinin zayıf olmasını ekonomi üzerinde gecikmeli etki göstermesine ve de para piyasası argümanları ile piyasanın kendisinin gelişmişlik düzeyinin düşük olmasına bağlayabiliriz. Gelişmişlik düzeyi özellikle gelişmekte olan ekonomiler için önem arz etmektedir. Çünkü bu ülkelerin para piyasaları heterojen olmakla birlikte oldukça küçük piyasalardır(Çağlayan, 2005:380).

Para politikasında başarılı olabilmek için politikaların şu özelliklere sahip olması gerekmektedir(Sökmen, 2017:21):

- Para politikasının amacı fiyat istikrarı olmalıdır. Böylece enflasyonun maliyetleri ve olumsuz bekleyişler ortadan kalkarak yatırımların artmasına sebep olacaktır.
- Para politikası maliye politikası ile uyum içerisinde olmalıdır.
- Kısa dönemde istihdam arttırıcı politikalar uzun dönemde yüksek enflasyona neden olmaktadır. Buna sebep ise zaman tutarsızlığıdır. Bu sebepten, para otoriteleri zaman tutarsızlığına takılmayacak politikalar geliştirmelidir.
- Enflasyon ve üretimi etkilemeyi düşünen para otoriteleri, para politikalarını daha uzun vadeli yapmalıdır.
- Taylor Kuralı'nda bahsedildiği gibi para politikası enflasyon dalgalanmalarıyla birlikte çıktı dalgalanmalarını da en aza indirmeye çalışmalıdır.
- Para politikası finansal istikrarsızlık sorununun doğmasını önleyici nitelikte olmalıdır.

1.2. Para Politikasının Türleri

Ekonomi durgunluk dönemine girdiğinde, merkez bankaları genişletici para politikasını tercih ederek faizleri düşürme yoluna gitmektedirler. Böylelikle talep artacak aynı zamanda yatırımların maliyetleri düşecektir. Enflasyonist eğilimlerin artış gösterdiği ekonomilerde ise, merkez bankaları daraltıcı para politikaları uygulayarak faizleri yükseltirler ki bu da bir yandan maliyetleri arttırırken diğer yandan da talebi kısacaktır.

1.2.1. Genişletici Para Politikası

Genişletici para politikaları resesyondan ortamlarda uygulanmaktadır. Burada amaç, para arzını arttırarak faizleri düşürmek ve dolayısıyla durgunluktan çıkmaktır.

Ekonomide baş gösteren durgunluğu ortadan kaldırmak için iki ekolün önerilerine bakacak olursak: Klasikler'e göre ekonomideki durgunluk eğilimi hiçbir müdahaleyi gerektirmeden kendiliğinden düzelecektir. Çünkü Klasikler'e göre ücret ve fiyatlar aşağı doğru esnektir ve dolayısıyla fiyat ve ücretlerdeki bu düşüşler

maliyetleri düşüreceğinden arz artacaktır. Keynesyenler'e göre ise, durgunluk dönemlerinde merkez bankası para arzını arttırma yoluna gitmelidir. Böylelikle parasal genişleme ile faizler düşecek bu da tüketimi tetikleyecek yani toplam talepte artış olacaktır(Orhan ve Erdoğan, 2015:62-63).

1.2.2. Daraltıcı Para Politikası

Genişletici para politikası ile MB tarafından piyasaya para sürülür. Piyasada para arzının artmasıyla tahvile olan talep artar bu da tahvilin fiyatını arttırırken faizleri düşürecektir. Daraltıcı para politikasında ise süreç tam tersi işleyecektir(Tunay, 2014:416).

1.3. Para Politikası Araçları

1.3.1. Geleneksel Araçlar

1.3.1.1. Açık Piyasa İşlemleri

Merkez bankasının repo veya ters repo yoluyla piyasadan borçlanma senetleri ile menkul kıymetleri çekmesine ya da tersine piyasaya menkul değer sürmesine Açık Piyasa İşlemleri denir. Merkez bankası bu yola başvuracağı zaman piyasadaki mevcut durumu göz önünde bulundurmaktadır. Piyasada para miktarı çoksa, örneğin piyasaya tahvil sürerek fazla parayı çekmekte, piyasada para miktarı az ise, piyasadan borçlanma senetleri satın alarak karşılığında piyasaya para sürmektedir. Böylelikle enflasyonist baskılara ya da deflasyonist sonuçlara müdahale edebilecektir(Eğilmez, 2012).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu md. 52'de açık piyasa işlemleri şu şekilde açıklanmaktadır; merkez bankası para politikası hedeflerine ulaşabilmek, para arzında etkinliği sağlayabilmek ve ekonominin likiditesini ayarlayabilmek için Türk Lirası karşılığında açık piyasa işlemleri yapabilir ve bu işlemlere aracılık edebilir. Yüksek likiditeli ve az riskli araçlar bankaca belirlenerek, açık piyasa işlemlerine konu edilebilir(TCMB, md:52).

Açık piyasa işlemleri (APİ), sermaye piyasalarının gelişmişlik gösterdiği ekonomilerde uygulanabilmektedir. Bunun nedeni ise, merkez bankasının menkul

değer alıp satabilmesi için gelişmiş bir sermaye piyasası mevcut olmalıdır. Bu da bu politika aracının olumsuz olarak görebileceğimiz bir yanıdır(Sökmen, 2017:28).

Merkez bankası açık piyasa işlemleri ile piyasadaki mevcut likiditeyi ayarlayabilmekte ve de kısa vadeli faiz oranlarına müdahale etme imkânlarına sahip olabilmektedir. Açık piyasa işlemlerinin türleri(TCMB, 2014a:4-6):

- **Doğrudan Satım:** Merkez bankası, piyasadaki likidite fazlasını kontrol edebilmek için menkul değer satın karşılığında piyasadaki likidite çekmektedir.
- **Doğrudan Alım:** Bankaların likidite darlığı yaşaması üzerine MB, bankalardan menkul değer satın alıp karşılığında para vermektedir.
- **Repo:** İleri bir zamanda geri satma vaadiyle, merkez bankasının menkul kıymet satın almasıdır. Piyasada geçici likidite darlığının yaşandığı durumlarda söz konusu olmaktadır.
- **Ters Repo:** Merkez bankasının ileri bir tarihte geri almak kaydıyla menkul değerini satmasıdır. Piyasada likidite bolluğunun yaşandığı durumda bu yola başvurulmaktadır.

Gelişmiş piyasalarda uygulama alanı bulabilen APİ'nin birçok avantajı bulunmaktadır. Bu avantajları: Birincisi, açık piyasa işlemlerinde tüm kontrol merkez bankasındadır. İkincisi, esnek bir politika olduğundan, arzu edilmeyen durumlarda tersine rahatlıkla çevrilebilmektedir. Üçüncüsü, çok küçük miktarlarda ve çok büyük miktarlarda kullanılmaya elverişlidir. Dördüncüsü, açık piyasa işlemleri ile kesin ve hassas sonuçlar elde edilir. Beşincisi, açık piyasa işlemleri etkilerini çok çabuk göstermektedir(Tunay, 2014:411).

Açık piyasa işlemlerinin sonucunda iki etki ortaya çıkmaktadır. Miktar etkisi ve fiyat veya likidite etkisi. Miktar etkisi; APİ, bankaların ellerinde tuttuğu rezerv parayı etkileyerek kaydi para yaratmayı ve dolayısıyla kredileri etkilemektedir. Bir diğer deyişle miktar etkisi, APİ'nin öncelikle banka likiditesini akabinde de kredi çarpanı kanalıyla para arzını etkilemesidir. Fiyat veya likidite etkisi; APİ ile merkez bankası, piyasaya senet satın karşılığında piyasadaki parayı alacak böylelikle menkul kıymetin fiyatı düşecek ve faizler yükselecektir. Ters durumda ise, yani senet satın aldığı zaman menkul kıymetin fiyatı yükselecek faizler düşecektir. Dolayısıyla merkez

bankası APİ ile alıcı veya satıcı olarak piyasanın denge fiyatını değiştirmektedir(Parasız, 2003:12).

1.3.1.2. Reeskont Politikası

Kelime anlamı olarak iskonto edilen bir senedin ikinci kez iskonto edilmesi anlamına gelen reeskont, MB'nın kendisinden borçlanmak isteyen bankalara uygulamış olduğu bir işlemdir. Yani nakite ihtiyaç duyan bankalar ellerindeki senetleri vadesi gelmeden merkez bankasına tekrardan iskonto ettirerek, merkez bankasından borçlanmaktadırlar.

Üç tür reeskont kredisi mevcuttur(Tunay,2014:411):

- **Uyumlama Kredisi:** Bankalar bu kısa vadeli reeskont kredileri ile kendilerine rezerv sağlamaktadırlar.
- **Sezonluk Kredi:** Tatil, bayram gibi bankalardan mevduat çekilişlerinin yüksek olduğu özel günlerde bankalara sunulan kısa vadeli reeskont kredileridir.
- **Genişletilmiş Kredi:** Dara düşmüş olan bankalara verilen uzun vadeli reeskont kredileridir.

Merkez Bankası'nın bankalara ödünç verme işlemlerinde uyguladığı faize reeskont oranı denir. Merkez bankası genişletici para politikasını uygulamak istiyorsa, reeskont oranlarını düşürebilir. Böylelikle, bankalar daha fazla kredi alma imkânı bulacaktır. Bu işlem ile hem parasal taban genişleyecek hem de bankaların buldukları atıl rezervler azalacaktır bu da para çoğaltanını yükseltecektir. Yani reeskont oranları düşürülerek para arzında genişletici etki yaratılacaktır(Keyder, 2002:79).

Reeskont politikasını banka likiditeleri üzerinde etkisiz kılan belli başlı sebepler vardır. Bu sebepler; piyasada aşırı kredi talep eden sektörlerin varlığı durumunda, bankalarda fazladan likidite kalmaması sorununu merkez bankasının çözecek olması, merkez bankasından reeskont kredisi alan bankaların taleplerinin merkez bankasınca geri çevrilememesi durumu, bankaların reeskont oranlarındaki artışı kredi işlemlerine yansıtması, bankalardan kredi alan kurumların kredi talebi faiz esnekliği-maliyet esnekliğinin sıfır olması durumu. Şöyle ki borçlanma ne kadar maliyetli olursa olsun kredi taleplerinin etkilenmemesidir. Özellikle enflasyon

dönemlerinde müteşebbisler, çekmiş oldukları kredilerin maliyetini fiyatlara rahatlıkla yansıtabilecektir. Bankaların reeskont kredisi kullanmaya ikna olmamaları ve son olarak dış sermaye hareketliliğinin serbestleşmesi ile bankaların MB dışında da kaynak bulma imkânlarına sahip olması denilebilir(Parasız, 2009:83)

Reeskont politikasının ilk amacı para arzı ve baz parayı kontrol etmektir. Reeskont oranları yükseldiğinde reeskont kredilerinin maliyeti artmakta bu da baz para ve para arzının düşmesine sebep olmaktadır. İkinci amacı ise, MB bankalara kredi sağlama kolaylığı sunmasıdır, buna reeskont penceresi denir. Reeskont penceresi yönetimi yoluyla kredi hacmini de belirlemiş olmaktadır. Tüm bunlarla birlikte reeskont politikası para arzının kontrolünde çokta etkin değildir. Nedeni ise, reeskont kredi faizlerinin maliyeti gösterilebilir. Bir başka açıdan bakılacak olursa, MB para arzını kontrol amaçlı reeskont kredilerinin faizlerini düşürmüş olsa dahi bankalar bu kredilerden almak zorunda değildir(Yay, 2012:265).

Reeskont penceresinden borçlanan bir bankanın karşısına üç tür maliyet çıkmaktadır; reeskont faiz oranının maliyeti, reeskont penceresine giren bankanın sağlığı açısından kaygıların çoğalması şeklindeki maliyet, reeskont penceresine sık sık başvurması nedeniyle indirimli kredi taleplerinin reddedilmesi maliyetidir(Mışkın, 2000:73).

1.3.1.3. Zorunlu Karşılıklar

Parasal büyüklükleri kontrol etmekte kullanılan en eski ve en çok tercih edilen para politikası aracı olan zorunlu karşılık oranları, bilhassa APİ için elverişli olmayan sığ piyasalarda tercih edilmektedir. Burada bankalar, yatırılan mevduatların bir kısmını zorunlu rezerv olarak tutmak zorundadırlar. MB, bankaların açacakları vadesiz mevduat başta olmak üzere diğer mevduatlara sınırlama getirmeyi amaçlamaktadır. Böylelikle mevduatların tümünün krediye dönüşmesinin önüne geçilmektedir(Yay, 2012:266).

Türkiye’de zorunlu karşılık sistemi, 16 Kasım 2005’te yayınlanan “Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ” gereği yürütülmektedir. Eylül 2011’de yapılan değişiklikle bankalara zorunlu karşılıklarının bir kısmını lira bir kısmını da döviz olarak tutma olanağı sağlanmıştır. Zorunlu karşılığa tabi yükümlülükler iki haftada bir

cuma günleri hesaplanmaktadır. Ardından iki hafta sonraki cuma günü bu karşılıkları tesis etme süresi başlamaktadır ki bu süre on dört gündür(Özatay, 2018:457-458).

Zorunlu karşılığa tabi olan TL ve döviz yükümlülüklerini belirtecek olursak(Yıldırım ve Mirasedoğlu, 2018:123):

- Mevduat/katılım fonu,
- Repo'dan sağlanan fonlar,
- Kullanılan krediler,
- İhraç edilen menkul değerler,
- Sermaye hesaplamasına katılmayan borçlanma araçları,
- Kredi kartı ödemelerinden doğan borçlar,
- Yurt dışı merkeze yükümlülükler.

Merkez bankası zorunlu karşılık oranlarında artışa veya azalışa giderek parasal tabanı kontrol etmektedir. Zorunlu karşılık oranı arttığında para çarpanı küçülmekte ve para arzı azalmaktadır. Bunun tersi de mümkündür.

Zorunlu karşılıklara çok sık başvuran MB, bu karşılıklara uygulamış olduğu zorunlu karşılık oranlarını sık sık değiştirme yoluna gitmez. Şöyle ki; merkez bankası bankaların mevduat çarpanını etkileyerek, bankaların verecekleri mevduat miktarlarında etkili olmaktadır. Munzam (zorunlu) karşılık oranlarını arttıran merkez bankasının bu stratejisi sonucu banka çarpanı küçülecektir. Bu çok sık başvuru bir politika değildir, çünkü ufak bir oynama para arzında ciddi değişikliklere neden olmaktadır. Munzam karşılıkların bir diğer tarafı da mevduat sahiplerinin bankalarda tutmuş oldukları mevduatlarına birer teminat olmasıdır(Paya, 2013:186).

Tablo 1: TL ve YP Zorunlu Karşılık Oranları (%)

Türk Lirası	
Mevduat ve Katılım Fonu (Yurt dışı bankalar mevduatı/katılım fonu hariç)	Oranlar
- Vadesiz, ihbarlı, 1 aya ve 3 aya kadar (1 ay ve 3 ay dahil) vadeli	10,50
- 6 aya kadar (6 ay dahil) vadeli	7,50
- 1 yıla kadar vadeli	5,50
- 1 yıl ve daha uzun vadeli	4,00
Müstakrizlerin Fonları	10,50
Diğer Yükümlülükler (Yurt dışı bankalar mevduatı/katılım fonu dahil)	
Oranlar	
- 1 yıla kadar (1 yıl dahil) vadeli	10,50
- 3 yıla kadar (3 yıl dahil) vadeli	7,00
- 3 yıldan uzun vadeli	4,00
Yabancı Para	
Mevduat ve Katılım Fonu (Yurt dışı bankalar mevduatı/katılım fonu hariç)	
Oranlar	
- Vadesiz, ihbarlı 1 aya kadar, 3 aya kadar, 6 aya kadar ve 1 yıla kadar vadeli	12,00
- 1 yıl ve 1 yıldan uzun vadeli	8,00
- Müstakrizlerin fonları	12,00

Kaynak: Yurtkur ve Çevik, 2018:149.

Zorunlu karşılıklar, para otoriteleri tarafından ekonomide meydana gelebilecek olan ani duruşlara karşı bir sterilizasyon politikası olarak da kullanılabilir. Ekonomideki kredi büyümesi, sermaye akımlarının artış gösterdiği ya da zorunlu karşılık oranlarının düşük olduğu durumlarda daha hızlı olmaktadır. Tablo (1)'e baktığımızda TL ve yabancı paralar açısından vade uzadıkça zorunlu karşılık oranları düşmektedir. Bu durum, merkez bankasının enflasyonu düşürmek için zorunlu karşılık aracını kullandığını göstermektedir. Merkez bankasına yatırılan kısa vadeli zorunlu karşılıklar tekrardan piyasaya çıktıklarında enflasyonist baskı yaratacağı için, bunu önlemek adına MB uzun dönem zorunlu karşılıkları teşvik etmek amaçlı, zorunlu karşılıkların vadesini uzattıkça karşılık oranını düşürebilmektedir(Yurtkur ve Çevik, 2018:150).

Zorunlu karşılıklar politikası son dönemlerde eleştiri almakta ve alternatif fikirler ortaya atılmaktadır. Bunlardan ilki, zorunlu karşılık oranlarını komple kaldırmaktır. Bankaların bu fikre kapılmalarının nedeni de, ödünç verip karşılığında faiz geliri sağlayacağı mevduatlardan mahrum kalıp bir nevi vergi uygulamasına tabi tutulmuş gibi hissetmeleridir. Diğer öneri ise, Milton Friedman tarafından ortaya

atılan %100 karşılık oranı ayırma fikridir. Böylelikle para arzını katı bir şekilde kontrol altına alma imkânı doğmuş olacaktır(Orhan ve Erdoğan, 2015:77).

Zorunlu karşılık oranlarının bankaların yaratacakları mevduatlar üzerinde bir vergi olması konusu sıklıkla eleştirilse de, zorunlu karşılıkları destekleyenler fikirlerini iki argümanla ileri sürmüşlerdir: Likidite argümanı ve Parasal argüman. Likidite argümanı, bir bankacılık krizi patlak verdiğinde tüm bankaların bir fon havuzuna sahip olmalarından dolayı likidite sorunlarını çözülebilecek olmasıdır. Parasal argüman ise, merkez bankasının zorunlu karşılık oranlarını kontrol ederek para çarpanını istikrara kavuşturabilecek olmasıdır(Yay, 2012:268).

Son olarak da zorunlu karşılık oranlarının dezavantajlarına değinecek olursak; para sıkışıklığı çeken küçük bankaların, zorunlu karşılıkların artmasıyla para yaratma imkânları iyice zorlaşacaktır. Altın rezervi olmayan bankalar zor durumda kalabilecektir, zorunlu karşılığa tabi olmayan finansal kurumların lehine durum oluşabilecektir ve de mikro ölçekli ayarlamalar yapılamaz hale gelecektir. Buna sebep olarak da zorunlu karşılık oranlarının yeteri kadar esnekliğe sahip olmaması gösterilebilmektedir(Yay, 2012:268).

1.3.1.4. Disponibilite Oranı

Bankalar, toplamış oldukları mevduatların belli bir oranını kasalarında likit olarak bulundurmaları zorundadırlar. Buna disponibilite, tutulan likitin oranına da disponibilite oranı denir. MB, disponibilite oranlarını kullanarak zorunlu karşılık oranları politikası ile aynı sonuçları yakalayabilmektedir. Ekonomideki para miktarını arttırmak isteyen MB, disponibilite oranlarını düşürerek bankaların yaratacakları kaydi para ile birlikte verecekleri kredi miktarlarını da arttırmış olmaktadır. Ekonomideki para miktarını azaltmak isterse de disponibilite oranlarını yükseltmekte, böylelikle bankaların kasalarında likit olarak tutması gereken kısmı arttırmalarına sebep olmakta ve dolayısıyla bankaların kaydi para yaratma imkanını azaltmış olmaktadır(Yurtkur ve Çevik, 2018:137).

1.3.1.5. Kredi Tavanı

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde daha çok tercih edilen bu politika aracı ile MB, bankaların verecekleri kredilere bir sınırlama getirerek hem kredi

miktarlarında hem de kaydı parada daraltıcı etki yaratmaktadır. Ekonomide artan talebi dizginlemek adına tüketim amaçlı kredilere kredi tavanı uygulayan MB, böylece piyasadaki para miktarını ve talep hacmini kısmış olmaktadır(Yurtkur ve Çevik, 2018:138).

Merkez bankası bankaların verecekleri kredilere kısıtlama getirebilmektedir. Bunu yaparken bankaların mevcut durumlarını, sermayelerini, mevduatlarını göz önünde bulundurmaktadır. Bununla birlikte MB kimi zaman da kredi tavanı belirleyerek teşvik etmek istediği sektörü cazip hale getirebilmektedir(Akçay, 1997:13).

Merkez bankasının bankalara uygulamış olduğu kredi tavanının üç türü vardır(Sökmen, 2017:34):

- Merkez bankası tarafından bankalara verilen krediler, o bankanın pasifinde bulunan mevduatlar ile sınırlandırılabilir.
- Verilecek olan krediler, bankanın öz kaynakları ile ilişkilendirilip belli bir katı ile sınırlandırılabilir.
- Verilecek olan krediler sadece kredi alacakları için sınırlandırılabilir.

1.3.1.6. Kısa Vadeli Faiz Oranları

Enflasyon hedeflemesinin para politikası stratejisi olarak kullanılmaya başlanmasıyla önemli bir araç haline gelen kısa vadeli faiz oranları genelde politika faizi olarak adlandırılmaktadır. Politika faizi, bankaların kendi aralarında veya MB ile gecelik ya da haftalık yapmış oldukları likidite işlemlerinde ortaya çıkan faizdir. Politika faiz oranını, rezerv arzı ve rezerv talebi belirlemektedir. Rezerv arzı MB tarafından belirlenirken, rezerv talebini ise bankaların atıl ve zorunlu rezervleri oluşturmaktadır. Politika faiz oranı ile rezerv talebi arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Politika faiz oranı artarsa bankaların rezerv talebi düşecektir(Yay, 2012:263).

1.3.2. Geleneksel Olmayan Araçlar

2007–2008 küresel finansal krizle birlikte aralarında Amerika, Japonya, İngiltere gibi birçok gelişmiş ülkelerin de bulunduğu ekonomilerde işsizlik süratle artarken, enflasyon düşmeye ve ülke ekonomileri küçülmeye başlamıştır. Ekonomide

artış gösteren belirsizlik havası, beklentileri olumsuz yönde etkilemiştir bu da girişimcileri yatırım yapmaktan alıkoymuştur. Parasal aktarım mekanizması etkinliğini yitirmiş yani artık geleneksel para politikası araçları ile bu negatif durumdan çıkmak mümkün gözükmemiştir. Finansal piyasalardaki hızlı çöküşü ekonomilerin aşırı küçülmesi de takip edince gelişmiş ülke merkez bankaları geleneksel para politikalarını terk ederek geleneksel olmayan para politikası araçlarına yönelmişlerdir. Bu sayede ekonomiye hem daha fazla hem de çok yönlü müdahale edebileceklerdir(Tunalı ve Yalçınkaya, 2016:62-63).

Küresel krizin vermiş olduğu en önemli derslerden birisi, para otoritelerinin fiyat istikrarına odaklanırken aynı zamanda finansal sistemde artan riskleri ve de varlık fiyatlarındaki aşırı şişmeleri de dikkate almaları gerektiğidir. Küresel iktisadi konjonktürde yaşanan değişimler, gelişmiş ülkelerin niceliksel genişlemelere gitmesi sonucu oluşan kısa vadeli likidite bolluğu ve finansal sistemin kırılğan yapısı, sermaye hareketliliklerine ciddi sebebiyet vermiştir. Tüm bu yaşananlar, Türkiye gibi birçok gelişmekte olan ekonomilerde makro dengeleri ve finansal istikrarı tehdit eder duruma gelmiştir. Bu sebepten de artık geleneksel para politikalarının da ötesinde tüm yaşanan bu şoklara süratle tepki verebilecek imkâna sahip, daha esnek ve daha hızlı politika arayışlarına geçilmiştir(Kara, 2012:2).

Küresel finans krizi sonrası dönemde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası da değişimin gerekliliğine ayak uydurarak krizin etkilerini ekonominin üzerinden atmaya odaklanmıştır. Bu sebeple, piyasalardaki TL ve döviz likidite darlığını kaldırmak, faizlerde indirimde gitmek, reel sektör ve finansal sektörü desteklemek gibi bir dizi önlemler almıştır. Piyasalara canlılık katmak için 2008 Kasım ayında ilk faiz indirimini gerçekleştirmiştir. 2009 yılında hedeflenen enflasyonunun gerçekleşeceği öngörüsü üzerine 650 baz puanlık bir faiz indirimi daha gerçekleştirmiştir. 2010 senesine gelindiğinde küresel finans krizinin etkileri hafiflemeye başlamasıyla, merkez bankası normal para politikası sürecini işletmiş ve geçici likidite desteklerini çekerek piyasada oluşan likidite bolluğunu aşamalı şekilde azaltmıştır devamında da bankalara uygulamış olduğu zorunlu karşılık oranlarını arttırma yoluna gitmiştir(Yıldırım ve Mirasedoğlu, 2018:121).

Geleneksel enflasyon hedeflemesinde, para otoritelerinin asıl amacı enflasyonu hedeflenen düzeylerde tutmaktır. Bunu sağlayabilmek için tek bir araç olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanmaktadırlar. MB hedeflemiş olduğu enflasyonda istikrar sağlayabilmek için de üretim açığı ve orta vadeli enflasyonu etkileyecek olan diğer değişkenlere odaklanmaktadır. Yani krediler ve varlık fiyatları gibi finansal değişkenlerdeki değişimle ilgilenmemektedir. Diğer taraftan finansal istikrarı da gözetleyen bir merkez bankası, finansal istikrar ile fiyat istikrarı arasındaki etkileşimi kontrol altına alabilmek için politika faizinin yanı sıra ilave kaynaklara da ihtiyaç duymaktadır. Bu sebepten MB yeni politikalarını oluştururken politika araçlarını da çeşitlendirmiştir(Kara, 2012:6).

Tablo 2: TCMB'nin Para Politikası Stratejisi

	Eski Yaklaşım	Yeni Yaklaşım
Amaçlar	Fiyat İstikrarı	Fiyat istikrarı Finansal istikrar
Araçlar	Politika Faizi	Politika Faizi, Likidite Yönetimi, Faiz Koridoru, Zorunlu Karşılıklar

Kaynak: Örnek ve Uğur,2016:225

Tabloda 2008 küresel finans krizi öncesinde ve sonrasında merkez bankasının politika amaçları ve araçlarını gösterilmektedir. 2006 yılından itibaren enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayarak, hedefini fiyat istikrarı, politika aracını ise kısa vadeli faizler olarak belirleyen merkez bankası, 2010 sonundan itibaren esnek enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayarak temel amacı olan fiyat istikrarını desteklemek ve aynı zamanda da finansal istikrarı sağlayabilmek adına, politika aracı olarak kullandığı politika faizine ek, yeni politika araçları kullanmaya başlamıştır. Sözü geçen araçlar faiz koridoru, zorunlu karşılıklar, rezerv opsiyon mekanizması ve likidite yönetimidir(Örnek ve Uğur, 2016:225).

1.3.2.1. Niceliksel Genişleme (Miktar Genişlemesi)

Niceliksel genişleme, MB'nın faiz kanalıyla piyasaya müdahalesinin etkisiz kaldığı hallerde kullanabileceği bir politika aracıdır. Faizlerin çok düşük seyretmesine rağmen piyasada arzu edilen likiditeyi sağlayamadığı durumlarda, para otoriteleri bu politika aracını devreye koyarak ekonomik durgunluğun önüne geçmeyi amaçlamaktadır. Bu politikanın uygulama süreci şöyle işlemektedir; MB bankalardan bono, tahvil vb. finansal varlıkları satın alarak karşılığında para vermektedir. Böylelikle ekonomiye limiti ve karşılığı açıkça belli olan yeni bir para aktarımı sağlanmış olmaktadır(Yurtkur ve Çevik, 2018:146).

Bu politika aracını uygulamaya karar veren MB'nın bir sonraki aşamadaki adımı hangi tür varlık alımıyla parasal genişlemeyi sağlayacağına karar vermek olacaktır. Uygulama aşamasında piyasadaki alınacak olan finansal varlıklar, kısa vadeli olabilmekte ya da uzun vadeli devlet tahvilleri olabilmektedir(Tunalı ve Yalçınkaya, 2016:75).

Bu uygulama ile faiz oranları merkez bankasının temel politika aracı olmaktan çıkmıştır. MB, piyasalara yüksek miktarda likidite sağlayarak ekonomik canlanmayı hedeflemektedir. Bu politikayı diğer geleneksel politikalardan ayıran en belirgin özelliği çok daha fazla varlık alma imkânı sunmasıdır. Böylece aşırı artan para miktarı sebebiyle uzun vadeli faizler düşecek ve bu da enflasyon beklentilerine olumlu şekilde yansımaya olacaktır. Diğer bir özelliği ise, hem finansal istikrarı hem de fiyat istikrarını birlikte sağlamayı kolaylaştıracaktır(Şeker ve Demirel, 2018:7).

1.3.2.2. Kredi Genişlemesi

Merkez bankası geleneksel para politikalarını uyguladığında, özel sektöre veya devlete doğrudan doğruya kredi kullanılmamaktadır. Aynı şekilde devlet tahvili ve şirket borç enstrümanlarının alımını sağlamamaktadır. Oysa kredi genişlemesi, geleneksel olmayan bir para politikası aracıdır ve MB piyasaya likidite sağlamak için, piyasadaki doğrudan ticari kağıtlar, şirket bonoları ve varlığa dayalı menkul kıymet satın almaktadır. Bu uygulama bankacılık sektörünü güçlendirmekte, bankaların fonlama maliyetlerini azaltmakta ve de kısa vadeli riskli varlıkları yine kısa vadeli güvenilir varlıklarla yapılandırmayı sağlamaktadır. Kredi genişlemesinin niceliksel

genişlemeden ayrı olan yanı, MB bu uygulama ile bilançosunu genişletmemekte sadece bilançosunun içeriğini değiştirmektedir(Tunalı ve Yalçınkaya, 2016:78-79).

Kredi genişlemesiyle bilançosunun içeriğini değiştiren MB, bunu örneğin, kısa vadeli hazine bonosu satın karşılığında yine aynı vadeye sahip ticari menkul kıymet satın alarak gerçekleştirmektedir. Böylelikle sıfır riskli menkul kıymetler piyasaya sürülerek, riskli varlıklar merkez bankasında kalmaktadır. Bu da kredi maliyetlerini azaltıcı etki yaratmaktadır. Böylece kredi genişlemesi ile fonksiyonelliğini yitirmiş olan piyasaların düzenlenerek yeniden değerlendirilmesine olanak sağlanmış olmaktadır(Şeker ve Demirel, 2018:8).

Kredi genişlemesiyle varlık çeşitlendirmesi yoluna giden merkez bankasının bu politikası reel ekonomiyi de etkileyebilmektedir. Bu nedenle kimi zaman bu politikanın bilanço genişletici etkileri ortaya çıkabilmektedir. Yine MB bu politika ile aktarım mekanizmalarında aksaklık olduğu zamanlarda, piyasalara borç vererek piyasaların işlevselliğine olumlu katkıda bulunmaktadır(Yurtkur ve Çevik, 2018:147).

Curdia ve Woodford (2010) yaptıkları çalışmada riskli varlıkları kendi bilançosuna katıp, aynı getiriye sahip menkul değerleri özel sektöre aktaran merkez bankasının bu uygulamasıyla, ekonomideki hâlihazır riskin giderilmediğini belirtmişlerdir. Bunun gerekçesi ise, gayrimenkul piyasasında negatif bir şok yaşanması ile merkez bankasının bilançosundaki menkul değerlerin getirilerindeki düşüş, hazineye aktarılacak olan kârda azalmaya sebep olacaktır. Bu da ilerleyen yıllarda hazinenin daha fazla vergiye başvuracağı anlamına gelmektedir. Sonuç itibarıyla da hanehalkı tarafında harcanabilir gelirlerinde bir azalma oluşacaktır ve bu risk yeni durumda da devam edecektir(Tunalı ve Yalçınkaya, 2016:80).

1.3.2.3. Faiz Taahhüdü Politikası

Faiz taahhüdü politikası, merkez bankasının politika faizini, belirlediği süre içerisinde sabit ve düşük tutacağı konusunda taahhütte bulunmasıdır. Burada amaç, piyasa beklentilerini yönetebilmek ve kısa vadeli faizler ile ekonomik canlanmayı sağlayabilmektir. Ancak tüm bunları yaparken enflasyonist sonuçların doğabileceğini de göz ardı etmemesi gerekmektedir(Yurtkur ve Çevik, 2018:148).

Bu politikayı uygularken dikkat edilmesi gereken konu, düşük faiz taahhüdü sonucunda gerçekleşen enflasyonun beklenenden daha yüksek çıkma riskinin olmasıdır. Bu da merkez bankasına olan güveni sarsacak, çünkü enflasyonu tekrar hedeflenen seviyesine çekmek isteyen MB faiz arttırma yoluna giderek taahhüdünü bozmak zorunda kalacaktır(Şeker ve Demirel, 2018:10). Bu politikada merkez bankasına olan güven son derece önem arz etmektedir. Merkez bankasının taahhüdünden dönmeyeceğine olan güveni tam olan piyasalar ve halk, beklentilerini pozitif tutacaktır.

Merkez bankasının faizleri sabit tutma konusunda taahhütte bulunarak, kısa dönem faiz oranlarını sıfır alt bandına indirmiş olması da piyasalar açısından geleceğe dair belirsizlik olgusunu yıkamayabilecektir. Bu durum uzun dönem faiz oranlarına yansiyarak uzun dönem yatırımları ve toplam talebi etkileyecektir. Şayet MB, vermiş olduğu faiz taahhüdünün uzun süreli olacağı konusunda piyasaları ikna etmeyi başarabilirse bu kez süreç tersi işleyerek uzun dönem faiz oranları düşüşe geçecek, bu da uzun vadeli yatırımları ve toplam talebi arttıracaktır. Böylece ekonomide canlanma yaşanacaktır(Tunalı ve Yalçınkaya, 2016:83).

1.3.2.4. Rezerv Opsiyon Mekanizması

Rezerv opsiyon mekanizmasının zorunlu karşılıklar üzerinden uygulanıyor olması, esasen bu aracın zorunlu karşılıklar içinde değerlendirilmesini göstermektedir. Rezerv opsiyon mekanizması(ROM) bankalara, merkez bankasının kasasında, mevduatlarına karşılık bulundurmaları zorunda oldukları TL'nin bir kısmını döviz veya altın olarak da tutma imkanı vermektedir. Bu uygulamayla merkez bankasının, sermaye hareketliliklerinin döviz kuru ve finansal piyasalar üzerindeki etkisini kontrol altında tutması kolaylaşacaktır(Oktar vd., 2013:17).

ROM, bankacılık sektörüne döviz kurlarında oluşabilecek şokları ve oynaklıkları sınırlandırabilme imkanı vermektedir. Fakat faiz koridoru da hemen hemen bu amaçla kullanıldığı için aralarındaki farklılıklardan bahsetmemiz gerekecektir. Faiz koridorunda döviz kuru portföy davranışları ile etkilenirken; ROM, yurtiçine gelen sermayenin kullanımında değişikliğe giderek etkide bulunmaktadır. Buradan hareketle ROM ile spekülatif sermaye akımlarının piyasalar üzerinde etkisi

kırıldığından, faiz koridoruna olan ihtiyaç azalma göstermektedir ancak tamamen ortadan kalkmış değildir(Yurtkur ve Çevik, 2018:152).

Hızlı sermaye girişlerinin olduğu anlarda, piyasada yabancı para bol olacağından yabancı paranın maliyeti düşecektir. Bu da bankaların ROM'u daha fazla tercih etmesine neden olacaktır. Bu sayede, sermaye hareketliliklerinin TL üzerindeki aşırı değerlendirme baskısı dizginlenecektir. Hızlı sermaye çıkışlarının gerçekleştiği zamanda ise, piyasada yabancı para azalacağından yabancı paranın maliyeti artacaktır böylece bankalar ROM'u daha az tercih edecektir. Bankalar döviz ihtiyaçlarını merkez bankasından biriktirdikleri döviz ile karşılayabileceklerdir(Çetin, 2016:88).

Merkez Bankası Rezerv Opsiyon Oranı (ROO) ve Rezerv Opsiyon Katsayıları'nı(ROK) duyurarak yabancı sermaye akımları sonucunda oluşabilecek riskleri ve istikrarsızlıkları dengede tutmaktadır. Herhangi bir dış şokla karşılaşan banka, kendi döviz ihtiyacında rezerv pozisyonunu belirleyebilmektedir. Zira bu mekanizma, zorunluluk değil bir tercihtir. Döviz ihtiyacı olan banka isterse zorunlu karşılıkların tamamını TL olarak tutabilecektir. Yine TL açığı olan banka dilerse zorunlu karşılık olarak ROO ve ROK kapsamında döviz olarak tutabilecektir. Böylelikle finansal istikrarı da sağlamak amacı olan MB, sermaye giriş çıkışlarında finansal piyasalarda oluşabilecek istikrarsızlığın önüne geçebilecektir(Yıldırım ve Mirasedoğlu, 2018:125).

ROM'u bir örnek ile açıklamak gerekirse; bir banka merkez bankasında 100 liralık lira cinsinden zorunlu karşılık tutmak zorunda olsun. Banka isterse bu 100 liranın belli bir miktarını döviz ve altın olarak tutabilecektir. Burada bu miktarı belirleyen "Rezerv Opsiyon Oranı"dır. Rezerv opsiyon oranını %60 kabul edelim. Böylece banka 100 liralık zorunlu karşılığın 60 liralık kısmını döviz, 40 liralık kısmını da TL olarak tutabilecektir. Bu bankanın tercihine bağlıdır. Burada 60 lira karşılığında ne kadar döviz tutulacağını hesaplamak için döviz kuru ve ROK'a ihtiyaç vardır. $ROK=1$, Dolar/TL kurunun 1,50 olduğunu kabul edelim. Bankanın merkez bankasında tutmak zorunda olduğu miktar $60/1,5=40$ dolardır. Merkez bankası ROK'da oynama yaparak bünyesinde tutacağı döviz miktarını da değiştirebilecektir. Örneğin $ROK=2$ olsun. Banka artık merkez bankasında 60 liralık değil $60 \times 2=120$ liralık döviz tutmak

zorundadır. Kurun aynı olduğunu kabul edersek, $120/1,5=80$ dolar tutmak zorundadır(Özatay, 2018:466).

1.3.2.5. Faiz Koridoru

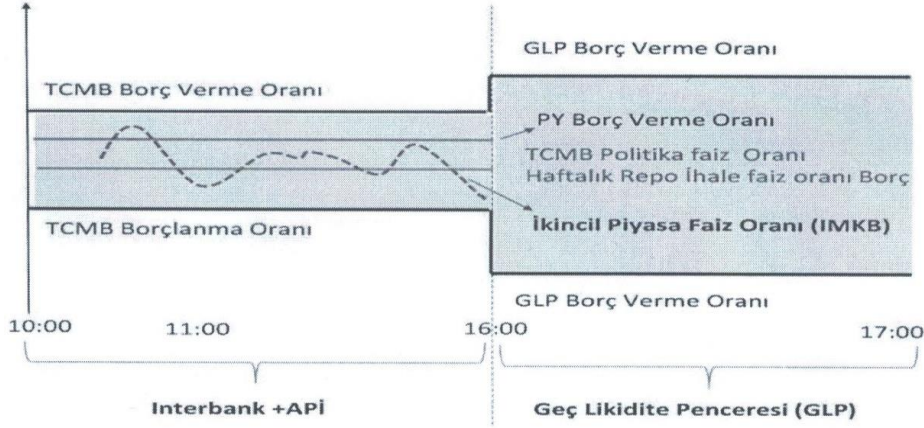
Küresel krizin yaşanmasıyla Gelişmiş ülkeler başta olmak üzere birçok ülkenin merkez bankası, fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarı da dikkate alan politikaları benimsemişlerdir. Bu da merkez bankasının sorumluluklarını daha da arttırmıştır. 2011 yılına gelindiğinde, MB genişletici para politikası uygulayarak küresel krizin etkilerini üzerinden atmaya çalışmıştır. MB fiyat istikrarı amacını ihmal etmeyecek şekilde finansal istikrarı da sağlamayı para politikası hedefi olarak benimsemiştir. Bu hedefleri sağlayabilmek için birden fazla para politikası aracına ihtiyaç doğmuştur. O ana kadar APİ temel politika aracı olarak kullanılıyorken artık ilave olarak faiz koridoru ve zorunlu karşılıkların da bir arada olduğu bir politika karması kullanılmaya başlanmıştır. Buradaki amaç ise, gerçekleşecek olan muhtemel şoklara karşı daha esnek bir yapı oluşturmaktır(Küleççi, 2016:158).

Merkez bankasının gecelik borç alma ve borç verme faizi şeklinde belirlemiş olduğu faizlerin arasında kalan aralığa faiz koridoru denilir. MB faiz koridorunu kullanarak ekonomideki belirsiz ortamı kaldırmayı ve sermaye hareketlerindeki dalgalanmalar sonucu döviz kuru ve ekonomik dengeler üzerindeki olumsuz gidişatı gidermeyi amaçlamaktadır(Serel ve Özkurt, 2014:59).

Merkez bankası kısa vadeli faiz oranlarını açıklarken borç alma-borç verme faiz oranları adı altında iki faiz açıklamaktadır. Geçici likidite sıkışıklığı yaşayan bir banka, merkez bankasından borç verme faiz oranından kısa vadeli borçlanmaktadır. Elinde likidite fazlası olan bir banka ise, bu fonları değerlendirmek adına merkez bankasına borç alma faiz oranından borç vermekte ki bu sayede bir faiz getirisi elde etmiş olmaktadır. Bu sisteme koridor sistemi denir. Koridor sisteminde borç verme faiz oranı borç alma faiz oranından yüksektir(Özatay, 2018:441).

Piyasa faiz oranları borç alma ve borç verme faiz oranları arasındaki farka yani faiz koridoruna duyarlı olduğundan, faiz oranları bu aralıkta oluşmaktadır. Faiz koridoru, politika faizinin çevresinde her türlü ayarlamaya müsait bir şekilde simetrik veya asimetrik bantlar halindedir(Yıldırım ve Mirasedoğlu, 2018:122).

Şekil 1: TCMB Para Politikası Faiz Koridoru Çalışma Prosedürü



Kaynak: Serel ve Özkurt, 2014:60

Şekil (1)'de MB, fon ihtiyacı olanlara borç verme oranına denk gelen faiz oranından günlük veya haftalık likidite sağlayabilmektedir. Borç alma oranına denk gelen faiz oranından da fon fazlası olanlardan gecelik vadede borçlanabilmektedir. Borç verme oranı ile borç alma oranı arasında kalan alan faiz koridorunu göstermektedir. Diğer açıdan MB, miktar ihaleleri ile bir hafta vadeli repo yoluyla bankalara fonlama yapabilmektedir. Bir hafta vadeli yapılan fonlamanın miktarı günlük değiştirilerek piyasa faizinin günlük frekansta ayarlanması sağlanabilmektedir. Yani fonlama kanalıyla kısa vadeli piyasa faizi koridor içerisinde istenilen düzeyde gerçekleşmiş olacaktır. Merkez bankasının fonlama yoluyla kısa vadeli faizleri hangi aralıkta dalgalanmaya bırakacağını da faiz koridorunun genişliği belirlemektedir(Kara, 2012:8).

Merkez bankası tarafından belirlenen kısa vadeli faiz oranlarının, finansal sisteme kabul ettirilmesi işlemlerine likidite yönetimi denir. Merkez bankasının belirlediği faiz oranlarını finansal sistem nasıl oluyor da kısa vadeli fon alışverişlerinde geçerli bir faiz olarak kabul ediyor? Bunun cevabı, finansal sistemin likidite taleplerinin ortaya çıkışı ve de merkez bankasının nasıl bir likidite yönetimi yaptığıdır. Bankaların likidite talebi, MB tarafından uygulanan zorunlu karşılıklar ve de mevduatlara bağlıdır. Merkez bankasının likidite yönetimi yapma şekli ise APİ, zorunlu karşılık oranlarında değişikliğe gitme, reeskont faizlerini değiştirme ve reeskont kredisi vermedir(Özatay, 2018:439-441).

Likidite yönetimi ile birlikte faiz koridorunu aktif olarak kullanan MB, küresel ekonomideki belirsizlik durumlarına karşı gerekli hız ve esnekliğe sahip olacağından daha etkin politika önlemleri alabilecektir. Bu çerçevede güçlü sermaye akımları olduğunda faiz koridoru aşağı doğru esnetilerek spekülasyon hareketlerinin önüne geçilmesi ve de ucuz likiditeden doğacak olan kredi genişlemesinin engellenmesi amaçlanmaktadır(TCMB, 2012a:91).

Merkez bankası politika faizinin faiz koridoru içerisinde dalgalanmasına izin vermektedir. Bu durum bankalar tarafından belirsizlik ortamı olarak görülmekte ve bankalar risk olarak algıladıkları bu durum karşısında faiz riskini aza indirmek adına kredi arzını kısımladıkları. Ayrıca bu riski bertaraf etmek için mevduat faizlerini de artırma yoluna gitmektedirler(Serel ve Özkurt, 2014:61).

1.4. Para Politikasının Amaçları

Para politikalarının en temel amacı, fiyat istikrarını sağlamaktır. Ancak bununla birlikte faiz oranlarında, döviz kurlarında, finansal piyasalarda da istikrarı sağlamak ve de ekonomik büyümeyi gerçekleştirmek amaçları arasında sayılmaktadır. Fiyat istikrarının sağlanamaması sonucunda enflasyon sorunu ile karşı karşıya kalınabilecektir. İstikrarsız faiz oranları ise, hem yatırımcının yatırım kararlarında hem de hanehalkının tüketim kararlarında belirsizliğe yol açabilecektir. Aynı şekilde istikrarsız finansal piyasalar da verimli yatırımların belirlenememesi ve de toplam harcamanın azalması sonucunda durgunluğa ve akabinde de finansal krizlere neden olabilecektir(Tunay, 2014:406-409).

1.4.1. Fiyat İstikrarı

Fiyat istikrarı, ekonomik birimlerin her türlü fiyat ayarlamalarında, fiyat düzeyinde meydana gelen değişimleri baz almama durumudur(Orhan ve Erdoğan, 2015:66). İstikrarsız bir fiyatlar genel düzeyine baktığımızda sürekli artış enflasyonu, sürekli düşüş de deflasyonu doğurmaktadır. Bu iki durum da ekonomi için arzulanabilir bir durum değildir.

Fiyat istikrarından hareketle enflasyonun sebep olduğu problemlere göz atacak olursak; enflasyonist ortamda paranın satın alma gücü düşmekte bu yüzden de herhangi bir ihtiyacı karşılamada daha fazla bir gelire ihtiyaç doğmaktadır. Yine sabit

gelir elde edenlerin aleyhine bir durum oluşmakta, böylelikle gelir dağılımı bozulmaktadır. Borç verenler vade tarihinde reel olarak daha düşük meblağ ile karşı karşıya kalmaktadır. Maliyet hesaplamalarındaki belirsizlik yüzünden yatırımlar istenilen düzeyde gerçekleşmemekte bu da beraberinde durgunluğu getirmektedir(Tunay, 2014:407-408):

Fiyatlar genel düzeyinin hiç artmadığı durum sıfır enflasyon olarak adlandırılır ki sıfır enflasyonun ekonomi açısından en büyük sakıncası ekonomiyi durgunluğa sürüklemesidir. Bunun yerine sürdürülebilir enflasyon oranı daha çok tercih edilmektedir. Sebebi ise, ekonomideki karar alma birimlerinin geleceğe dair beklentilerini şekillendirme ve bu beklentilerini oluşturma aşamasında kararsız kalma durumlarını ortadan kaldırması olacaktır(Sökmen, 2017:23).

1.4.2. Tam İstihdam

Kıt kaynakların sonsuz olan ihtiyaçları karşılama konusunda tam ve etkin kullanılmasına tam istihdam denilmektedir. Genel olarak tam istihdamı gerçekleştirmeyi hedeflemenin nedenleri, yüksek işsizliğin yarattığı problemler ve atıl olan kaynaklar sebebiyle üretim kayıplarıdır(Yurtkur ve Çevik, 2018:133). Tam istihdam düzeyi istenilen bir hedef olmakla birlikte ekonominin işleyişine baktığımızda, belirli bir oranda işsizliğin faydalı olabileceği görüşü yaygındır. Mal piyasalarında tutulan stokların faydası maliyetine nazaran daha fazladır görüşüne yakın olarak, emek piyasalarında da belli bir oranda işsizliğin faydalı olabileceği görüşü yaygındır(Paya, 2013:169–170).

Literatüre baktığımızda, para politikasının istihdam düzeyi üzerindeki etkileri konusunda ortak bir görüş bulunmamaktadır. Keynesyenler'e göre para politikası enflasyona sebep olmakla birlikte istihdama katkısı pozitif yöndedir. Yani işsizliği azaltıcı etkiye sahiptir. Yine Keynesyenler'e göre genişletici para politikası sonucu milli gelir artacaktır ve dolayısıyla istihdam artacaktır. Monetaristler'e göre ise genişletici para politikaları sonucu bir yandan enflasyon sorunu doğarken diğer yandan sosyal refah kayıpları ortaya çıkacaktır(Sökmen, 2017:22).

1.4.3. Ekonomik Büyüme

Para politikasının ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini iktisadi ekoller farklı açıdan ele almışlardır. Örneğin, Keynesyenlere göre para politikası ekonomik büyümeyi dolaylı yoldan etkilemektedir. Şöyle ki; parasal bir değişme parasal aktarım mekanizması yoluyla reel ekonomiyi etkileyebilmektedir. Monetaristlere göre ise, para politikası ekonomik büyüme üzerinde doğrudan etkilidir. Monetaristler, para arzındaki bir değişimin doğrudan doğruya üretim ve fiyatlar genel düzeyini etkileyeceğini savunmaktadırlar(Duman, 2016:74).

Merkez bankası para arzını kontrol ederek fiyat istikrarını sağlamaya çalışmaktadır. Böylelikle uygulanacak olan para politikaları ekonomik büyümeyi etkilemede büyük bir öneme sahip olacaktır(Duman, 2016:74). Para politikası kanalıyla ekonomik büyüme oranını etkilemek, ya ılımlı bir parasal genişleme ya da faiz oranlarını etkileme yoluyla mümkün olacaktır(Orhan ve Erdoğan, 2015:69).

İstikrarlı ekonomik büyüme ile yüksek istihdam amaç olarak birbirine yakından ilgilidir. Çünkü işsizliğin düşük olduğu zamanlarda sermaye donanımına yatırımlar artacaktır. Tam tersi durumda da, yüksek işsizliğin olduğu dönemlerde ve de atıl durumda olan fabrikalar varsa ilave tesis veya donanımaya yatırım yapmak rasyonel bulunmayacaktır. Bu sebeptendir ki, uygulanacak olan politikalar firmaları yatırıma veya insanları tasarrufa özendirmek amaçlı olmalıdır. Yani vergi mükellefleri daha fazla tasarruf etmeli ve de firmalar için de vergi teşvikleri sağlanmalıdır(Mışkın, 2000:84).

1.4.4. Faiz İstikrarı

Faiz oranlarındaki dalgalanmaları önlemek makroekonomik istikrarın sağlanması bakımından zorunludur. Çünkü bu dalgalanmalar, belirsizliğe yol açarak verimli ve sağlıklı planların yapılmasını güçleştirmektedir. İstikrarlı bir iktisadi faaliyet için önemli bir maliyet olarak görülen faizlerin stabil olması istenen durum olacaktır. Aşırı dalgalanan faizler spekülatif hareketleri arttıracak, büyük ölçekte karlara ve de zararlara neden olacaktır(Orhan ve Erdoğan, 2015:69).

Faiz istikrarı finansal piyasaların istikrarı ile yakından ilişkilidir. Faiz oranlarındaki istikrar finansal piyasaların istikrarını beslemektedir. Çünkü, faiz

oranlarındaki artış finansal piyasalardaki kurumlar bakımından ciddi sermaye kayıplarına sebep olabilecektir(Yurtkur ve Çevik, 2018:134).

1.4.5. Finansal Piyasaların İstikrarı

Merkez bankalarının 1980'lerin sonlarından başlayarak 2008 Küresel Krizi'ne kadar olan dönemde, fiyat istikrarına odaklanma konusu giderek daha fazla sorgulanır olmuştur. O dönemde Merkez bankaları temel amaç olarak fiyat istikrarını gözetlemeyi ve bu amacı gerçekleştirdiğinde de finansal istikrarın oluşması için uygun ortamın oluşacağını düşünüyorlardı. Oysa ki küresel finansal kriz fiyat istikrarına rağmen patlak verdi. Tablo (3)'e baktığımızda, örneğin, 1990-1994 döneminde tüm ülkelerde gerçekleşen enflasyonun ortalaması %28,4 oysa 2000-2007 dönemine bakıldığında yani küresel kriz öncesi dönemde gerçekleşen enflasyon ortalaması %3,9. Yani fiyat istikrarını temsil etmese de, 1990-1994 dönemine kıyasen oldukça küçük bir enflasyon oranı söz konusu. Bu da gösteriyor ki finansal krizleri önlemek için fiyat istikrarını sağlamak yeterli değildir. Bu noktada tartışılan bir konu vardır, para politikası finansal istikrarı sağlamayı amaçlamalı mı? Oysa tartışılmayan bir konu var ki o da finansal kriz, finans kesiminde çok derin bir likidite sorununu doğurmaktadır. Bunun sebebi de aşırı güvensiz bir ortamın ortaya çıkmasıdır. İşte bu durumda MB devreye girerek finansal kesimin likidite ihtiyacını gideren son merci durumunu almaktadır. Bu da bizi para politikasının finansal istikrarı sağlamak gibi bir görevi olduğu sonucuna götürmektedir(Özatay, 2018:301-302).

Tablo 3: Çeşitli Ülke Gruplarında Ortalama Enflasyon (%)

	1980-84	1985-89	1990-94	1995-99	2000-07
Dünya	15,4	17,1	28,4	8,1	3,9
Gelişmiş ülkeler	8,8	3,9	3,8	2,0	2,1
Yükselen ve gelişen ülkeler	32,4	54,2	94,2	19,8	6,7
Latin Amerika ve Karayipler	79,9	191,1	237,4	18,6	7,2
Merkezi ve Doğu Avrupa	26,8	33,9	92,7	46,4	13,6
Türkiye	51,6	51,0	73,4	81,0	26,9

Kaynak: Özatay, 2018:301

Finansal piyasalarda istikrarı kalıcı kılabilmek için faiz oranlarında da istikrarın sağlanması önem arz etmektedir. Çünkü faizlerin aşırı dalgalanma göstermesi sonucu oluşacak olan belirsizlik ortamı, finansal kurumlar arasında panik havasının oluşmasını kolaylaştıracaktır(Orhan ve Erdoğan, 2015:70).

Finansal sistemde oluşabilecek risklere değinecek olursak; birincisi, geri dönüşü olmayan kredilerin miktarı ne kadar artarsa krediyi veren finansal kurum bilançosunun zayıf düşmesi de o kadar artacaktır. İkincisi, finansal kurum, borçlarını kısa vadeli alacağını ise uzun vadeli tutarsa ani bir faiz değişikliğinde bilançosunu sıkıntıya sokabilecektir. Üçüncüsü, yüksek kaldıraç oranı ile çalışan yani sermayesinin çok çok üzerinde varlık birikimine giden bir kurum için ekonominin daralma dönemleri ciddi bir risktir. Dördüncüsü, ekonomide likidite sorununun baş göstermesi finansal kurumlar açısından sermaye sorununu tetikleyebilecektir(Özatay, 2018:14).

1.5. Enflasyon: Tanımı, Türleri ve Maliyetleri

1.5.1. Enflasyonun Tanımı

Enflasyon, belirli bir fiyat düzeyinde toplam talebin toplam arzı aşmasıdır. Böylece fiyatlar genel düzeyi yükselme gösterecektir. Bu da demek oluyor ki enflasyon, fiyatlar genel seviyesinin sürekli olarak artışıdır(Ulaş, 2010:3). Monetaristlere göre enflasyon, para arzı artışıyla ortaya çıkacak bir olgudur. Para arzı ile fiyatlar arasında aynı yönlü bir ilişki vardır. Keynesyenler'e göre ise, enflasyon bir sonuçtur yani para arzı artınca enflasyon oluşmazken, enflasyonun yükselmesi ile para arzı genişleyecektir(Yılmaz, 2005:83).

Enflasyonun çıkış nedenlerine bakacak olursak: Hükümetlerin merkez bankasından borçlanma yoluna gitmesi beklentileri olumsuz etkileyerek enflasyonu arttıracaktır. Ekonomideki beklenmedik şokların meydana gelmesi nispi fiyat yapısını bozarak enflasyonu yükseltecektir. Üretim faktörlerinin verimliliklerinin üzerinde fiyatlandırılması da mal ve hizmetlerin fiyatlarını yükseltecektir. Devletin sıklıkla emisyonla başvurması. Aşırı vergi yükü maliyetleri arttırdığından mal ve hizmetlerin fiyatlarında artışa sebep olacaktır. Kamu açıklarını kapatmak için para basma ya da merkez bankasından borçlanmaya başvurulması da enflasyona sebep olacaktır(Yılmaz, 2005:83).

1.5.2. Enflasyonun Türleri

1.5.2.1. Talep Enflasyonu

Maliyet enflasyonu geniş anlamda tanımlandığında faktör piyasalarından bağımsız, ücret artışından kaynaklanan enflasyondur; dar anlamda tanımlanırsa da, faktör piyasalarında talep baskısı oluşmadan faktör fiyatlarının artması şeklinde ifade edilmektedir(Paya, 2013:447).

Maliyet enflasyonu, ücret enflasyonu ve kar enflasyonu olarak kendi içinde sınıflandırılır. Ücret enflasyonu, sendikal çalışmalar neticesinde çalışanların ücretlerindeki artışın, marjinal ücretlerinin üzerinde olması sonucu üretimde ortaya çıkan maliyetlerin, mal ve hizmet fiyatlarına yansımalarıyla ortaya çıkan enflasyondur. Kar enflasyonu ise, eksik rekabetten yararlanmaya çalışan firmaların, kar marjını yüksek tutmak amacıyla gerçek değerlerinin üzerinde mal ve hizmet fiyatlarının belirlenmesidir. Kar enflasyonunun bir diğer adı da fiyat enflasyonu olarak bilinmektedir(Esen, 2018:27).

1.5.2.2. Sürünen (ılımlı) Enflasyon

Fiyat artışlarının düşük seviyelerde seyrettiği ve de enflasyon beklentilerinin oluşmadığı enflasyon türüne ılımlı enflasyon denir. Bu enflasyon türünde tek haneli yıllık artışlar gözlemlenmekte ve de bu enflasyonun tahmin edilmesi kolay olmaktadır. Üretimin sürekliliği ve yatırımların artması için düşük bir enflasyona ihtiyaç vardır. Bu sebepten sürünen enflasyonun yatırımları teşvik ettiği de söylenebilmektedir(Esen, 2018: 28).

1.5.2.3. Hiperenflasyon

Bu enflasyon türü fiyat artışlarının aylık %50'yi yıllık da %1000'i bulduğu zaman ortaya çıkar. Bu gibi durumlarda, mal ve hizmet satın almada ve de borçların geri ödenmesinde enflasyondan kaynaklı yıkıcı etkilerin doğmaması için, para ikamesi dediğimiz ulusal paranın yerine yabancı para ikame etme söz konusu olmaktadır. Hiperenflasyon dönemlerinde bireyler ellerinde nakit tutmaktan kaçınmaktadırlar ve de her an değer kaybı yaşayan ulusal parayı elden çıkararak mal ve hizmet alımlarını arttırmaktadırlar(Esen, 2018:29).

1.5.3. Enflasyonun Maliyetleri

Fiyatlar genel düzeyindeki sürekli ve ciddi oranda artış olarak tanımlanan enflasyonun birçok açıdan olumsuz etkileri vardır. Bunlardan bazıları: Göreli fiyat yapısını etkileyerek kaynak dağılımında bozulmaya sebep olmaktadır. Enflasyon karşısında satın alma gücü düşerken, refah kayıpları artmakta, gelir dağılımı bozulmaktadır. Kronikleşen enflasyon uzun vadeli yatırımlara engeldir. Olumsuz beklentiler enflasyonun artışını daha da beslemektedir(Gündoğdu, 2016:131):

Enflasyonun maliyetlerini detaylandırarak olursak: Fiyatlar genel seviyesinde sürekli artış sonucu meydana gelen enflasyon, nominal ücretler sabitken reel ücretlerin düşmesine neden olmaktadır. Enflasyon fiyatlama sisteminde bozulmalara sebep olduğundan, ekonomik birimler fiyatları sağlıklı bir şekilde kullanamamaktadırlar. Enflasyonist ortamda belirsizlik oluşacağından, tasarruf sahipleri kısa vadeli varlıklara yönelmekte bu da yatırımların düşmesine neden olmaktadır. Elde nakit tutmanın maliyeti arttığından bireyler ellerindeki küçük meblağlardan dahi faiz getirisi elde etmek isteyeceklerdir. Bu sebepten sık sık bankalara gideceklerdir. Bu maliyete de “ayakkabı eskitme maliyeti” denir. Enflasyonla birlikte mal fiyatları da sürekli olarak değişeceğinden firmalar fiyat kataloglarını sürekli yenilemektedirler. Buna da “menü maliyeti” denir. Yerli mal karşısında görece ucuzlayan yabancı mala talep artarak ithalatı arttırırken, ihracatı azaltacaktır. Bu da ödemeler dengesinde bozulmalara sebep olacaktır. Vergi gelirlerinin tahakkuk ettiği ile ödendiği dönemlerin farklı olması enflasyonist bir ortamda vergi gelirlerinin azalmasına sebep olacaktır. Buna iktisatta “tanzi etkisi” denir. Enflasyonist bir ortamda kişi ve kurumlar kendilerini enflasyona karşı korumak adına daha çok para ve zaman harcamak zorunda kalacaklardır(Yılmaz, 2005:84).

1.6. Kurala Göre–Duruma Göre Para Politikasının Genel Teorik Çerçevesi

Merkez bankasının para politikasını uygulamasına dair tercihlerini önceden taahhüt ederek açıkladığı politikalara kurala göre politikalar denir. Bu şekilde kural taahhüt ederek enflasyonist eğilimlerde azalmayı sağlayacaktır. Örneğin, hükümet işsizliği azaltma taahhüdünde bulunursa, insanlar bir enflasyon bekleyişi içerisinde

olacağından herhangi bir sürpriz enflasyon oluşmayacaktır. Düşük enflasyonu taahhüt ederse bu kez de üretimin daha değişken olması olasıdır. Ancak, böyle katı bir kuralın uygulanması her zaman başarıyı beraberinde getirmeyecektir. Şöyle ki, ekonomide oluşacak olan arz şoklarına merkez bankasının tepki vermemesi, istenilmeyecek durumları ortaya çıkaracaktır. Oysa ki duruma göre kurallarla politika yürütülmüş olsa hem enflasyon hem de üretim açısından pozitif tepkiler alınabilecektir. Bu kurallara da duruma bağlı kurallar denir(Yay, 2012:291-292).

Para otoritelerinin takdirine bağlı olan politikalara aktif para politikaları denir. Para politikasını yürütürken belli bir büyüklüğü hedef belirleyip uygulamakla yükümlü olunan politikalara da kural politikalar denir. Günümüzde kural politikaların daha çok tercih edildiği görülmektedir. Bunun sebebi ise(Paya, 2013:189-191):

- Paracılara göre para politikasının ekonomideki etkileri gecikmeli olarak ortaya çıkar ve bu gecikmeler de uzun ve değişkendir.

Gecikmelerin uzun ve değişken olması sorununun optimal kontrol teknikleri uygulanarak aşılacağını kabul edenlere Robert Lucas'ın Rasyonel Beklentiler Teorisi ile karşı çıkmıştır. Optimal kontrol teknikleri, mühendislik tekniği olan roketleri yörüngede tutma teknikleridir. Lucas'a göre roketler edilgen iken piyasalar etkendir. Piyasalar, para otoritelerinin davranışlarını yorumlama yoluyla kendi tepkilerini ortaya koyacaklardır.

- Milton Friedman'ın beklentileri de eklemiş olduğu Philips eğrisi analizine göre, aktif para politikaları işsizliği düşürebilecektir evet, ancak beraberinde de belli bir oranda enflasyon getirecektir. Aynı zamanda işsizlik de uzun vadede tekrardan eski haline dönecektir. Yani bu kazanım kısa vadelidir.

- Aktif iktisat politikalarının uygulanması ile ekonomide ortaya çıkabilecek olan kredibilite ve zaman tutarsızlığı problemi de politikaların kurala dayalı olması gerektiği fikrini desteklemektedir.

Para politikalarının kurala göre uygulanmasının duruma göre uygulanmasına kıyasen daha üstün kabul edilmesinin gerekçeleri olarak Lucas eleştirisinde; geleneksel ekonomi politikalarının hatalı olduğu, rasyonel beklentilerin varlığından dolayı para politikalarının etkisizliği ve de zaman tutarsızlığı gösterilmektedir(Sökmen, 2017:53).

Kurala göre para politikasını savunanların gerekçelerini genişletecek olursak: Duruma göre politikaların ekonomik istikrarsızlıklara sebep verme olasılığı daha yüksektir. Duruma göre uygulanan politikalar ekonominin göstereceği seyre göre devamlı değişime uğramasından dolayı zaman tutarsızlığı problemini doğuracaktır. Bu yüzden ekonomide bir belirsizlik oluşacak bu da ekonomik birimlerin olumsuz beklentilerini tetikleyecektir. Duruma göre politikaların etkisi cari dönemde kabul görmekte, her bir dönem için farklı farklı değişiklikler uygulanacağından dönemler arasında kopukluk doğacaktır. Duruma göre politikalarda merkez bankasının üzerinde siyasi baskı daha yoğun hissedilmektedir. Duruma göre politikalar belirsizliği arttırmaktadır. Kurala göre politikalarda denetimler sonucu hesap verme sorumluluğu vardır. Kurala göre politikalar uygulanış açısından daha kolaydır(Sökmen, 2017:53-54):.

Turnovsky(1997)'ye göre ise, MB cari dönemde en iyi sonuç verecek araçları kullanarak para politikasını yürütmelidir. Duruma göre politikaların birçok yönden iyi olduğu görüşündedir. Yine bununla birlikte duruma göre politikaları savunanlara göre, kurala göre politikalarda enflasyonun hedef kural olması sonucu büyüme ihmal edilecek bu da beraberinde reel ekonomide istikrarsızlığı doğuracaktır. Bir başka eleştiri ise politikaların kurala bağlanmasıyla değişen ekonomik koşullara yeterince esnek olunamayacağıdır(Kaytancı, 2008:12).

Para politikalarının ihtiyari yürütülmesi gerektiğini savunanlar, kurala dayalı politikaların dayanaklarının aslında sağlam bir temele oturmadığı görüşündedirler. Bu çerçevede kurala dayalı politikalara yönelik eleştirilerden bazılarının sıralayacak olursak(Akalın ve Tokucu, 2007:40);

- Doğal işsizlik hipotezine dayandırılarak oluşturulan kural politikaların aslında dayanaklarında sabit bir oran olmadığı gibi sürekli değişen bir tahmin edilen oran olduğu gözlemlenmiştir. Ek olarak da hesaplanan doğal işsizlik oranı iddia edildiği gibi friksiyonel işsizlik kadar değildir. Bu düşünceye sevk eden neden ise umudu kırılan işsizlerin resmi işsizlik rakamlarına dahil edilmemesidir.

- Kural politikaları savunanlar Klasik Emek Piyasası Modeli'ni temel almaktadırlar. Oysa ki her ne kadar nominal ücretler emek piyasasında belirleniyor olsa da reel ücret ve istihdam mal piyasalarında belirlenmektedir.

- Kural politika savunucularına göre enflasyon ile işsizlik arasında uzun dönemde ters yönlü bir ilişki yoktur. Oysa ki daraltıcı para politikası ile faizlerin artışı üretimi azaltırken işsizliği de arttırmaktadır.

- Yapılan çalışmalar insan davranışlarını irrasyonel olduğunu ortaya koymaktadır. Oysa kural politikaları savunanlara göre ekonomideki tüm bilgiler iktisadi ajanlar tarafından toplanmakta ve analizi yapılmaktadır.

- Kural politika savunucularına göre merkez bankası para arzını attırarak enflasyonu, enflasyonun artışı da üretimi arttırmaktadır. İhtiyari politika savunucularına göre ise para arzı artınca üretim artacak, artan üretim de fiyatları arttıracaktır.

Para politikalarını kurallara bağlamanın sonucunda oluşabilecek sorunlara değinecek olursak: Birincisi, ekonomide öngörülemez gelişmelerin ortaya çıkması durumunda tüm bunlara yeterli düzeyde müdahalede bulunabilecek bir kural koymak mümkün olmayacaktır. İkincisi, ekonomiye müdahale etmek gerektiğinde, para politikası maliye politikasına göre daha esnektir. Çünkü vergi oranlarında veya kamu harcamalarında değişime gitmek için meclisten bir tasarı geçirmek gerekecektir ki bu da belli bir süreci gerektirecektir. Oysa para politikasında anlık kararlar alınıp uygulanabilmektedir. Para politikası kurallara bağlandığında işte bu esnekliği ortadan kalkacaktır(Özatay, 2018:324-325).

Kurala göre veya duruma göre politikaların uygulanmasına karar verilmeden önce, bu politikaların artı ve eksi yönleri irdelenmelidir. Kurala göre politikalarda hedefler önceden belirlendiği için değişen koşullar karşısında hedeflerin esnekliğini ortadan kaldırmış olacaktır. Örneğin, fiyat istikrarını kurala bağlayan bir merkez bankasının bu politikası ekonomiyi istikrarsızlığa sürükleyebilecektir. Kimi zaman aşırı durgunluk kimi zaman da aşırı büyüme ile karşı karşıya kalınabilecektir. Bir başka açıdan, merkez bankasının kural hedef olarak enflasyonu seçmiş olması durumunda, sıkı para politikasını uygulaması sonucu halkta enflasyonist beklentileri dizginleyecektir. Duruma göre politikaları uygulamaya aldığı anda ise, insanlar enflasyon dışındaki diğer değişkenlerde olası bir değişiklik durumunda, merkez bankasının bu değişkenleri de takip ettiğini ve de böyle durumlarda müdahale edeceğini bekleyecektir. Bu da belirsizliği arttıracak, beklenen enflasyonu gerçekleşen

enflasyonun üzerinde çıkaracak, sonuç olarak da merkez bankası hedefini tutturma konusunda zorlanacaktır(Güney, 2006:27).

1.6.1. İktisat Ekollerinin Görüşleri

Monetaristler'e göre MB para arzının yönetiminde belli başlı basit kurallara tabi olmalıdır ve de bunları kamuoyuna açıklamalıdır. Çünkü MB politik baskılardan etkilenmektedir. Bu da merkez bankasının güvenilirliği şüphelerini arttırmaktadır. Keynesyenler'e göre de MB nihai hedeflerine varmada özgür bırakılmalı, ekonomik gelişmeleri iyi gözlemleyerek gerekirse uzman görüşlerini de önemseyerek para politikasını şekillendirmelidir. Ekonomideki değişimlere aktif olarak karşılık vermelidir. Keynesyenler daha iyimser bir politika izleyerek şunları da savunmuşlardır; geçmişte baktığımızda kötü yönetilmiş para politikaları olabilir, ancak zamanla ekonomi hakkında daha fazla bilgiye sahip olunmuştur. Aktif politikalara alışılmışken kurallar koymak mantıksızdır(Abel vd., 2017:615-619).

Monetaristler'e göre para, reel ekonomik değişkenleri etkilemede oldukça etkilidir. Fakat para miktarındaki ayarlamalar hassasiyet ile yapılmazsa, ekonomik problemler daha da artış gösterebilecektir. Bu nedenle Monetaristler, para politikasında katı kuralların olması gerektiğini savunmaktadırlar. Keynesyenler'e göre ise, para, toplam talebi yönlendirmede önemli bir politika aracıdır. Bu sebepten de talep yönlü politikalar önem arz etmektedir. Keynesyenler'e göre koşullar değişirken kurallara bağlı kalmak esnekliği ortadan kaldıracaktır ve dolayısıyla ekonomik dengesizliklerde artış olacaktır. Bu sebepten para politikasında kurallar değil takdir hakkı olmalıdır(Tunay, 2014:425).

1.6.1.1. Monetaristler: Kurallar

Monetaristler'e göre hükümetler talep arttırıcı politikalar uygulayarak kısa dönemi kurtarabilirler, fakat bu politika anlayışı uzun dönemde enflasyon sorununu doğurabilecektir. Kuşkusuz, bunun da nedeni iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerinin güçlü olmasıdır. İşte bu şekilde politik başarı elde etmek uğruna, kısa dönemi uzun döneme tercih etmenin maliyetlerini ortadan kaldırmak için insanların enflasyon beklentilerini düşürmek gerekecektir. Bunun yolu da kusursuz işleyen bir para politikasıdır. Takdir hakkını ortadan kaldırıp kurallara dayalı bir para politikası

izlenmeli, büyüme oranında para arzında değişikliğe gidilmeli, hedefler ilan edilmeli ve de tam olarak da uyulmalıdır(Tunay, 2014:427).

1.6.1.2. Keynesyenler: Takdir Hakkı

Keynesyenler'e göre talebi etkileyen birçok faktör olduğundan katı bir kurala bağlı kalmak ekonomiyi daha da çıkmaza sürükleyebilecektir. Örnek vermek gerekirse; dışsal şoklar sonucu para talebinde bir dalgalanma olduğunu ve buna karşılık kurala bağlı bir para politikası izlendiğini, bu sebepten de ekonomiye para arzı ile müdahale edilemediğini düşünelim. Bu sonuç bizi faizlerde aşırı dalgalanmaya götürecektir ve dolayısıyla daha az yatırıma, daha istikrarsız ve belirsiz bir ortama sürükleyecektir(Tunay, 2014:428).

Dinamik ekonomik koşullar altında düşündüğümüzde kuralların değişimlere ayak uyduramaması olasıdır. Örneğin, ekonominin bir verimlilik artışı sonucu hızlı bir şekilde büyüdüğünü düşünelim. Böylelikle para arzında hızlı ve ani bir artışa ihtiyaç duyulacaktır. Farzedelim ki kurala dayalı bir para politikası izleniyor ve de para arzında genişlemeye gidilemiyor olsun. İşte tam da bu sebepten ekonominin büyümesine ayak uydurulamayıp para arzı genişletilemeyecektir. Bu süreç ekonomik büyümenin durması ile sonuçlanabilecektir(Tunay, 2014:428).

1.6.2. Zaman Tutarsızlığı

Merkez bankasının ilan etmiş olduğu politikalarda sonradan değişikliğe gitmesi, kendisine olan güveni sarsabilecektir. Böyle bir değişikliğe gitme sebebi olarak da zaman tutarsızlığı gösterilmektedir. Kurala dayalı politikaları savunanlar zaman tutarsızlığı problemiyle karşı karşıya kalmamak için, dolayısıyla merkez bankasının güvenilirliğini ve de piyasa beklentileri üzerindeki etkisini yitirmemesi için para politikalarının belirli bir kurala göre uygulanmasını önermişlerdir(Yıldırım vd., 2016:625).

Zaman tutarsızlığı, halkın ve piyasaların beklentilerinin, para otoritelerinin açıklamış olduğu kurallarını takip edeceği yönünde olup da, para otoritelerinin bu kurallardan cayıp farklı bir politika uygulamasıdır. Buna göre (t) döneminde ortaya

konulan optimal politikadan ($t + n$) döneminde yeniden optimizasyon sonucu daha farklı bir politikanın optimal olması zaman tutarsızlığının varlığını gösterir (Büyükkakın, 2003:15).

Zaman tutarsızlığı sorunu, politika belirleyicilerinin kısa dönemde üretimi arttırmak ve de işsizliği azaltmak için genişletici para politikaları uygulamasından ortaya çıkmaktadır. Yani politika yapıcıları kendi kayıp fonksiyonlarını minimize etmek için önceden ilan etmiş oldukları politikalardan sonradan vazgeçmektedirler. Burada para otoriteleri kısa dönemde faydayı sağlamak için sürpriz enflasyon yaratmaktadırlar. Zaman tutarsızlığı probleminden kurtulmak isteniyorsa politika yapıcıların bu tür davranışlarına bir sınırlama getirilmelidir. Buradan hareketle kurala bağlı para politikasını savunanlar, merkez bankasının öncelikli hedefinin enflasyon olmasını ve de değişen her duruma müdahale etmemesi gerektiğini savunmaktadırlar (Güney, 2006:26).

Enflasyondan daha çok çıktı ile ilgilenen politikacılar, özel sektörün beklentilerini kabul ederek beklenenden daha genişletici politika uygulamaktadırlar. Oysa ki işçiler ve firmalar politika yapıcılarının genişlemeci eğilimlerinin farkına varırlar ve böylelikle enflasyon beklentilerini yükseltirler. Çünkü firmaların ve işçilerin politika yapıcıları tarafından sürekli olarak şaşırtılması mümkün değildir. Dolayısıyla bu sürecin sonunda daha yüksek bir çıktı ortaya çıkmayacak, aksine daha yüksek bir enflasyona sebebiyet verilecektir(Kaytancı, 2008:16).

Sonuç olarak Kydland–Prescott(1977) ve Barro–Gordon(1983) zaman tutarsızlığı problemini açıkladıkları çalışmada, şayet (t) dönemde ($t + i$) dönemi için planlanmış olan bir politika, ($t + i$) dönemde de hala optimalse bu politika tutarlıdır görüşündedirler. Eğer ki ($t + i$) dönemde orijinal politikalar optimal değilse, zaman tutarsızlığı sorunu doğacaktır(Yay, 2006:2).

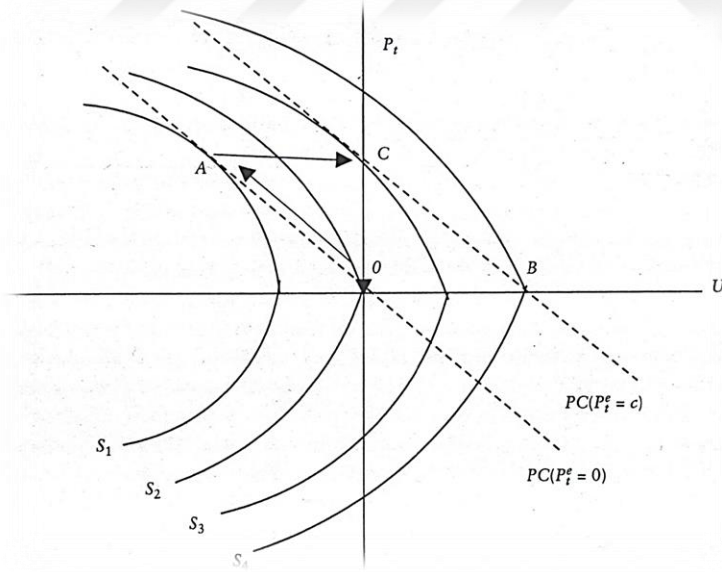
1.6.2.1. Kydland–Prescott Modeli

Kydland ve Prescott (1977), kurala göre politikalar ile duruma göre politikaları oyun teorisinde kullanarak kıyaslamışlardır. Şayet, MB duruma göre politikaları uygularsa zaman tutarsızlığı problemi oluşacaktır. Bu da doğal oranda

işsizlikle beraber daha yüksek bir enflasyon sorununu da beraberinde getirecektir. Bu sebepten Kydland ve Prescott'a göre para politikaları kurala göre yönetilmelidir.

Kydland–Prescott(1977) oyun teorisinden faydalanarak iradi politikalara karşı çok güçlü bir formülasyon ortaya çıkarmıştır. Kydland-Prescott'a göre, beklentiler geriye dönük veya adaptif olduğunda, cari sonuçlar cari ve geçmiş kararlara bağlı olacağından, optimal politikalara matematiksel sonuçlarla ulaşmak mümkün olacaktır. Bu modelde iktisadi aktörler rasyonel beklemeyle sahiptir ve de özel sektör ile politika belirleyiciler dinamik bir oyunda karşılıklı etkileşim içindedirler. Politika belirleyicilerinin gelecek dönemde kullanmak için hazırlamış oldukları optimal politikalar iradi politikaların varlığından dolayı yani orijinal politikalarından uzaklaşıp yerlerine farklı planlar koymalarından dolayı artık optimal olmamaktadır. Ex-ante(t dönemi) ile Ex-post(t+i dönemi) arasındaki bu fark optimal planların zaman tutarsızlığı problemini ortaya koymaktadır(Yay, 2012:281).

Grafik 1: Kydland – Prescott Zaman Tutarsızlık Modeli



Kaynak: Yay, 2012:284

Grafik(1)'de kayıtsızlık eğrileri (S) sosyal refah fonksiyonlarını göstermektedir ve bu eğriler üzerinde enflasyon ve işsizlik eşit kabul edilmektedir. Refah düzeyine göre sıralayacak olursak $S_1 > S_2 > S_3$ 'tür. İçerisinde beklentileri barındıran Philips eğrileri de PC ile gösterilmektedir.

Enflasyon beklentisi sıfır olduğunda, Philips orijinden geçecektir. O noktasında işsizlik doğal işsizlik oranında, enflasyon ise sıfırdır. Burası bir denge noktası olmasına rağmen optimal bir durum olarak kabul edilmeyip, para arzında değişikliğe gidilecektir. Para arzı arttırıldığında denge A noktasına kayacaktır ve burada enflasyon beklenen enflasyonun üzerindedir. İşsizlik de doğal işsizliğin altındadır. Yeni sosyal refah dengesi bir üst kayıtsızlık eğrisi S_1 'de oluşacaktır. Ancak, A noktası geçici bir denge noktasıdır. Beklentiler devreye girerek A noktasındaki enflasyona göre ücret ve fiyatlar belirlenecektir. Böylelikle yeni denge zaman-tutarlı denge olarak C noktasında oluşacaktır. Buraya baktığımızda yeni kayıtsızlık eğrisi S_3 üzerinden geçmektedir ki bu optimal-altı bir durumu yansıtmaktadır. Burada merkez bankası fiyat istikrarı amacından ödün verip genişletici para politikasından vazgeçerse, nihai denge B noktasına kayacaktır. B noktasında enflasyon sıfır, işsizlik ise doğal işsizliğin üzerindedir. Yani bu hamle ekonomide durgunluğa sebep olacaktır.

Bu şekilde merkez bankası ile halk arasında iş birliği olmayan bir oyunda dört sonuç ortaya çıkmaktadır: C sonucu politikalar zaman tutarlıdır, ancak bu optimal-altı bir durumdur. O noktasında işsizlik doğal oranda enflasyon ise sıfırdır. A noktasında enflasyon beklenen enflasyonunun üzerinde işsizlik de doğal işsizliğin altında zaman-tutarsızdır. B noktasında da halk beklentilerini yüksek enflasyona göre ayarlayacak, MB ise sıfır para politikası uygulayacak, zaman-tutarsızdır.

Kydland ve Prescott, politikacıların önceden ilan etmiş oldukları politikalarından vazgeçmeleri ile ilgili “taşkın ovası” örneğini vermektedirler. Örneğe göre, taşkın ovasına bina yapılmaması sosyal olarak istenilen bir durumdur. Sel ihtimalinin yüksek olduğu bu bölgelerde ev yapılmasına izin verilmemesi olarak politika belirleyen bir hükümetin, herhangi bir felaket durumunda hükümet olarak destek çıkmayacağını önceden ilan etmesi optimal politikadır. Ancak her ne kadar optimal politikalarını bu oluştursa da oy kaygısıyla bir sel felaketi durumunda o bölgede mağdur olanlara yardım etmek zorunda kalacaktır. Rasyonel olan bireyler böyle bir durumun gerçekleşmesi durumunda hükümetin yardım edeceğini öngördükleri için ilan edilen politikalara aldırış etmeden sorunlu olan bu bölgeye bina yapmaktan vazgeçmeyeceklerdir. Burada hükümet zaman tutarsızlığı problemiyle karşı karşıya kalacaktır. Kydland ve Prescott'a göre hükümetler kurula bağlı bir

politika belirleyip caydırıcı bir kural koymuş olsalar, sel felaketi çıktığında müdahale etmediklerinde bu optimal altı bir politika olacaktır, ancak insanlar optimal altı olan bu politikanın her ne şekilde olursa olsun kurallarına uygun yürütüldüğüne inanmış olurlarsa daha en başından taşkın olan bu ovaya ev yapmayacaklardır(Akay, 2006:148).

1.6.2.2. Barro–Gordon Modeli

Barro ve Gordon, hükümetlerin ihtiyari politikalarla işsizliği azaltıp geliri arttırabilmek adına sürpriz enflasyon yaratabileceğini söylemişlerdir. Ancak, rasyonel bireylerin hükümetlerin bu amaçlarını öngördüğü durumda beklenen sonuç oluşmayacaktır. Burada hükümetin amacı, bireyin faydasını hedeflenen enflasyon ve işsizlik arasında dalgalanmaya bırakarak refahını maksimize etmek olacaktır. Hükümet, hedef işsizlik oranını doğal işsizlik oranının altında belirleyecek ve bunu da sürpriz enflasyonla sağlayacaktır. Böyle bir durumda eğer hükümet enflasyon hedefini sıfır koyarsa, bireyler bilecek ki doğal işsizliğin altındaki işsizliği yakalamak adına hükümet tarafından enflasyon yaratılacaktır. Bu yüzden de hedeflenen enflasyonun sıfır olacağına inanılmayacak ve bu da enflasyonun optimalin, işsizliğin de doğal işsizlik oranının üzerinde oluşmasına neden olacaktır(Çetin, 2017:75).

1.6.3. Kural Politikalar: Hedef Kurallar–Araç Kurallar

Bir grup Yeni Keynesyen iktisatçı para politikalarının kurala bağlı olmasını önermişlerdir. Bu iktisatçılardan Jhon Taylor “faiz oranı kuralını”, McCallum ise “parasal taban kuralını” geliştirmişlerdir. Bu kurallar araç kurallardır. Hedef kurallardan başlıcaları ise enflasyon hedeflemesi, döviz kuru hedeflemesi, faiz oranı hedeflemesi ve milli gelir hedeflemesidir. Uygulamada ne tür bir araç kural ya da hedef politika belirleneceği konusunda görüş birliği sağlanamamış olsa da politika sonuçlarına bakıldığında, enflasyon oranlarını istenen düzeye çekmek isteyen MB kısa vadeli faiz oranlarını devreye koyma yoluna gitmiştir. Yine bakıldığında araç kurallar ile hedef kurallar çok keskin bir şekilde birbirinden ayrılmamaktadır. Örneğin, Taylor’un faiz kuralı enflasyon hedeflemesini de içerisine almaktadır (Tunay, 2014:429-431).

İki tür kurallara dayanan politika vardır. Bunlardan ilki, ekonominin gidişatından bağımsız olarak uygulanan Sabit Kural politikasıdır. İkincisi, ekonomideki gelişmelere hangi politikayı kullanarak tepki vereceğini belirleyen Geri Besleme Kuralı politikasıdır. Sabit kural, Monetaristler tarafından savunulmaktadır. Monetaristler'e göre, ekonomideki dalgalanmaların nedeni para arzındaki değişimlerdir, bu sebepten de sabit oranda arttırılan bir para arzını önermektedirler. Geri Besleme kuralı ise Keynesyenler tarafından savunulmaktadır. Keynesyenler'e göre, ekonomik dalgalanmaların nedeni yatırımlarda meydana gelen dalgalanmalardır. MB ekonomiye müdahale ederken reel değişkenleri göz önünde bulundurmalıdır. Reel milli gelir potansiyel milli gelirin üzerine çıktığında faizleri yükseltmelidir, altına indiğinde de faizleri düşürmelidir(Tunay, 2014:430).

Kurala dayalı politikayı savunanlara göre, bu politikalar iktisadi birimlerin beklenti hatalarını minimuma çekecektir ve de piyasadaki belirsizliğin önüne geçecektir. Bu sayede enflasyon sorunu oluşmadığı gibi reel ekonomide de olumlu gelişmeler yaşanacaktır(Tunay, 2014:429).

1.6.3.1. Hedef Kurallar: Ana ve Ara Hedefler

Hedef kurallar ana ve ara hedefler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Ana hedefler fiyat istikrarı ve büyüme olarak belirlenirken, ara hedefler de bu nihai amaçlara yani ana hedeflere ulaşabilmek için kullanılan hedeflerdir. Ana hedefler faizler, cari milli gelir, döviz kuru, para arzı ve son olarak enflasyondur. Merkez bankaları nihai amaçlarına ulaşmakta kimi zaman ara hedefler ile ana hedefleri birlikte kimi zaman da ayrı ayrı kullanmaktadırlar. Örneğin faiz oranı hedeflemesinde, kısa ve uzun dönemli faiz oranları ara hedef olarak seçilebilmektedir. Yine döviz kuru hedeflemesinde döviz kurları ara hedef olarak seçilebilmektedir(Tunay, 2014:434–435).

1.6.3.2. Araç Kurallar

Araç kurallar, bir kayıp fonksiyonunun minimizasyonuna dayanmadan para politikası hedeflerine bir tepki fonksiyonu olarak odaklanılan kurallardır. Bu kurallar, önceden ortaya konulmuş, cari veya ileri dönük değişkenlerin veyahut tüm bunların hepsinin birlikte yer aldıkları fonksiyonlardan oluşmaktadırlar. Para politikası aracı

belirlenirken önceden veya cari değişkenlerin kurala bağlanmış bir fonksiyonu oluşturuluyorsa açık araç kural; ileriye dönük değişkenlerin kurala bağlanmış bir fonksiyonu oluşturuluyorsa örtük bir araç kural olarak tanımlanmaktadır(Ardor ve Varlık, 2014:49).

1.6.3.2.1. Taylor Kuralı

Taylor Kuralı, 1993 yılında John Taylor'ın merkez bankalarına para politikalarını yürütmeleri konusunda takip edecekleri kuralları ileri sürdüğü bir görüştür. Bu kural, para otoritelerine nasıl bir tepki fonksiyonu ile para politikasının yürütecekleri konusunda yol göstermektedir. Bu kural temelde aktivist para politikalarına yani ekonomik faaliyetlere vurgu yapmaktadır. Burada ekonominin genel gidişatı göz önüne alınarak çıktı açığına ya da işsizlik açığına bakılarak politika belirlenmektedir. Taylor Kuralı'na benzer bir kural olarak McCallum Kuralı gösterilebilmektedir. Ancak temeldeki fark McCallum Kuralı hedefleme kuralı iken Taylor Kuralı basit araç kuraldır(Akalın ve Tokucu, 2007:41).

Araç kurallar para politikası hedeflerine ulaşmada kullanılan tepki fonksiyonlarına odaklanan ve bir kayıp fonksiyonun minimizasyonuna isnat ettirilmeyen kurallardır. Yine araç kurallar, daha önceden ortaya konulmuş cari veya ileriye dönük ya da tüm bunların hepsinin birlikte yer aldığı fonksiyonlardır. Taylor kuralı kural benzeri özelliği ile ve de araç kural olma özelliği ile merkez bankalarına, ekonomik şoklarla karşılaştığında çıktı açığını yönetme rahatlığı sunmaktadır. Bu nedenle Taylor Kuralı, “enflasyonun reel kontrol modeli” veya “aktivist” kural olarak da bilinmektedir(Ardor ve Varlık, 2014:49).

Kurala dayalı politikaları savunanlara göre, MB önceden belirlenip halka ilan edilmiş kuralları takip etmeye mecbur kılınmalıdır. Ancak bu mecburiyet, merkez bankasının ekonomik koşullara uygun tepkiler vermesine engel olacağı anlamına gelmemektedir. İşte bu şekilde merkez bankasının ekonominin genel gidişatına uygun tepkiler vermesine izin veren politika kurallarından biri de Taylor Kuralı'dır(Abel vd., 2017:620).

Taylor Kuralı'nın temel varsayımları: Birincisi, para politikası uzun dönemde reel değişkenlerin üzerinde etkili değildir. İkincisi, nominal fiyatlar aşağı yönde esnek

olmadığından merkez bankasının kısa vadeli faiz oranları ile ekonomiye müdahale edebilme gücü vardır(Sökmen, 2017:55).

Fisher denkleminin en genel hali;

$$i = i^* + \pi^e$$

- i : kısa vadeli faiz oranı
- i^* : reel faiz oranı
- π^e : beklenen enflasyon oranı

Bu denklemi genişlettiğimizde; $i = i^* + h(\pi - \pi^*) + g(Y - Y^*)$

- i : kısa vadeli nominal faiz oranı
- i^* : reel faiz oranı
- π : cari dönem enflasyon oranı
- π^* : hedeflenen enflasyon oranı
- Y : cari dönem GSYİH
- Y^* : potansiyel GSYİH
- h : merkez bankasının enflasyon tepki sayısı
- g : üretim açığı tepki sayısı

Orijinal Taylor kuralı denkleminde enflasyon tepki sayısı (h) ve üretim açığı tepki sayısı (g) 0,5, reel faiz oranı (i^*) ise %2 olarak belirlenmiştir. Taylor'un ABD ekonomisi için hazırlamış olduğu tepki denkleminde enflasyon oranları %2'nin üzerine çıktığında faizler arttırılacaktır. Yine aynı şekilde reel GSYİH hedef değerinden sapsa faizlerle müdahale edilecektir. Ancak enflasyon ile reel GSYİH hedeflenen değerlerine ulaşmışsa, bu durumda faiz oranları %2 oranına eşit olacaktır. Sonuç olarak üretim açığı tepki sayısı kat sayısı ile enflasyon tepki sayısı katsayısı eşit olduğundan etkileri de eşit olacaktır(Sökmen, 2017:56-57). Taylor'a göre faiz oranlarının para arzının yerine tercih edilmesinin nedeni; para arzına nazaran faiz oranlarının daha iyi performans sergilemesi ve enflasyon ile üretime yönelik verilecek olan tepkide faiz oranı kuralının daha iyi çalışmasıdır(Akalın ve Tokucu, 2007:42)

Kısa vadeli cari nominal faiz oranı (i) piyasalarda geçerli olması istenen faiz oranıdır. Bu faiz oranı aynı zamanda politika faiz oranı olarak bilinmektedir. Politika faizi hem enflasyondaki birebir artışa hem de enflasyon ile hedeflenen enflasyon arasındaki farka duyarlı bir şekilde artmaktadır. Yani politika faizi enflasyonun üzerinde artış göstermektedir. Buna Taylor Prensi denir(Paya, 2013:201).

Taylor kuralı, kısa vadeli nominal faizlerin ekonominin içinde bulunmuş olduğu duruma göre ayarlanmasını önermektedir. Nominal faiz oranını etkileyebilecek faktörler ise; enflasyon oranı, reel faiz oranı, enflasyon açığı ve de üretim açığıdır. Bunu biraz açacak olursak, enflasyon oranı ile reel faiz oranının toplamı nominal faiz oranını vermektedir. Enflasyon açığını da gerçekleştiren enflasyonun hedeflenen enflasyondan yüksek çıkması sonucu buluruz, böyle bir durumda uygulanacak politika nominal faiz oranlarını yükseltmektir. Tersisi durumda da enflasyon oranı hedeflenen enflasyonun altında ise nominal faizleri düşürmek gerekecektir. Üretim açığını ise potansiyel reel üretim ile reel üretim arasındaki fark verecektir. Şayet reel üretim potansiyel üretimin üzerinde ise üretim açığı pozitif olacak, bu durumda nominal faizleri arttırmak gerekecektir. Üretim açığının negatif olduğu durumda da nominal faizleri düşürmeye gidilecektir. Taylor kuralında yer alan dengeler faiz oranı ve enflasyon açığı, para politikasının iki amacı olan sürdürülebilir büyüme ile enflasyondaki istikrarı özetlemektedir(Kaytancı, 2008:14–15).

Taylor kuralı, alternatif basit faiz kurallarının farklı modellerdeki performanslarını karşılaştırarak incelemektedir. Merkez bankasının yürütmüş olduğu politikanın Taylor kuralı çerçevesinde olup olmadığının tespiti enflasyon tepki sayısı ve üretim açığı tepki sayısı parametrelerine bakılarak yapılmaktadır. Enflasyon tepki sayısı ve üretim açığı tepki sayısı sıfırdan büyük ise Taylor kuralı uygulanmaktadır. Şayet, $h \leq 0$ ve $g \leq 0$ ise merkez bankası farklı bir para politikası uyguluyor demektir(Sökmen,2017:55–57). Taylor kuralında yer alan enflasyon ve üretim açığının vermiş olduğu mesaj şöyledir; merkez bankası enflasyonu kontrol altında tutmayı önemsemeli, aynı zamanda üretimde meydana gelebilecek dalgalanmaları da asgaride tutmaya çalışmalıdır(Mıshkın, 2000:104).

Taylor kuralı denkleminde bakarak merkez bankasının izlediği politika hakkında fikir sahibi olunabilir. Denklemden enflasyon tepki katsayısının (h) pozitif,

üretim açığı katsayısının (g) sifira eşit olması merkez bankasının monetarist görüşle örtüşen bir politika izlediğini, enflasyon hedeflemesine önceliğini verip üretimi ihmal ettiğini göstermektedir. Buna karşılık; üretim açığı katsayısının (g) pozitif, enflasyon tepki katsayısının (h) sıfır olması halinde merkez bankasının keynesyen görüşle örtüşen bir politika izlediğini, üretime ağırlık verip enflasyonu ihmal ettiğini göstermektedir(Sökmen, 2017:57).

Taylor'ın orijinal makalesinde(1993) döviz kuru analizine yer verilmemiştir. Bununla birlikte Taylor(2001) yapmış olduğu çalışmasında faiz oranları üzerinde döviz kurunun dolaylı bazı etkilerini ortaya koymuş olup, döviz kurlarında ortaya çıkacak olan bir şoka karşılık olarak faiz oranlarının verebileceği tepkiyi kestirmenin zor olacağını öne sürmüştür. Ancak, döviz kurundaki geçişkenlik özelliğinin yüksek olması sebebiyle bilhassa gelişmekte olan ülkeler açısından ortaya konulacak olan modellerde yer almasının faydalı olacağı görüşü ortaya çıkmıştır. Örneğin, Ball (1999), Taylor(2001) ve Svensson(2001) yapmış oldukları çalışmalarda tepki fonksiyonlarının içine döviz kurunu koyarak anlamlı sonuçlar ortaya koymuşlardır. (Lebe ve Bayat, 2011:97).

Döviz kurunun eklenmesiyle oluşturulan Taylor denkleminin gösterimi aşağıdaki gibidir.

$$\dot{i} = i^* + h(\pi - \pi^*) + g(\gamma - \gamma^*) + \beta(e - e^*)$$

Kurdaki artış sonucunda üretimde kullanılan girdi fiyatları artarak maliyet enflasyonuna sebep olmaktadır. Bu durumda merkez bankasının faizleri arttırma yoluna gitmesi maliyetlerin daha da artmasına sebebiyet vereceğinden merkez bankası bu yola gitmeyerek faizleri arttırmayacaktır. Bundan dolayıdır ki denklemdaki β katsayısının negatif olması beklenmektedir(Albayrak ve Abdioğlu, 2015:143).

Taylor kuralı bir bütün olarak sunulmuştur oysa ki uygulamada para otoriteleri ya fiyat istikrarını gerçekleştirebilmeyi ya da üretim düzeyinde istikrarı sağlamayı seçmektedirler. Bu sebepten de fonksiyon iki ayrı şekilde ifade edilmektedir(Tunay, 2014:432):

$$1) i = i^* + h(\pi - \pi^*) \quad \text{ve} \quad 2) i = i^* + g(Y - Y^*)$$

(1) numaralı denklem enflasyonun kendi hedefinden sapmasını gösterirken (2) numaralı denklem reel gelirin potansiyel reel gelirden sapmasını ifade etmektedir.

Bu durumda MB, bir hedef enflasyon oranı (π^*) ve reel faizleri belirleyebilmek için bir tahmini reel faiz oranı (i^*) belirlemektedir. Şayet enflasyon oranı hedeflenen enflasyonun üzerinde oluşursa ($\pi > \pi^*$) merkez bankasının belirleyeceği reel faiz oranı tahmini reel faizin üzerine çıkacaktır ($i > i^*$). Bunun tersi de mümkündür. Eğer merkez bankasının amacı enflasyon değil de üretimi kendi potansiyeline ulaştırmaksa, $Y > Y^*$ olduğunda reel faiz oranı tahmini faiz oranının altına inecektir ($i < i^*$). $Y < Y^*$ durumunda ise, reel faiz oranı tahmini faiz oranının üzerine ($i > i^*$) çıkacaktır.

Taylor kuralı, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan merkez bankalarına, enflasyonun hedeflenen enflasyondan sapması durumunda nominal faiz oranları ile müdahale etme imkanı sunmaktadır. Taylor, enflasyon ve çıktı düzeyini bir fonksiyon haline getirerek başarılı ve etkin bir para politikası oluşturmayı amaçlamıştır. Taylor'a göre enflasyon ve çıktı düzeyleri hedeflenen değerlerinden sapma gösterecek olursa, MB kısa vadeli faiz oranları ile müdahale etmelidir. Bu kural enflasyon oranlarının düşük ve büyümenin istikrarlı olmasına aracılık eden aktivist politikadır (Sökmen, 2017:53–54).

Taylor kuralı düşük enflasyon ve istikrarlı büyüme gösteren gelişmiş ülkelerde uygulama alanı bulmaktadır. Bu ülkelerde enflasyonun çok düşük ve de gerçekleşen enflasyonun hedeflenen enflasyona yakın olmasından ötürü, enflasyondan dolayı bir belirsizlik ortamı oluşmamaktadır. Oysa az gelişmiş ülkelerde kronikleşmiş ve yüksek seyreden bir enflasyon olduğundan, Taylor kuralı fiyat istikrarını sağlamada tek başına yeterli görülmemektedir. Bu sebepten de bu kural az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde kullanılamayacaktır (Tunay, 2014 :433).

Taylor kuralının işleyişini özetleyecek olursak; enflasyon ve üretimde meydana gelen sapsmalara MB kısa vadeli faiz oranlarıyla müdahale etmektedir. Şayet enflasyon ve üretim hedeflenen değerlerinin üzerinde olursa MB kısa vadeli faiz oranlarını arttırarak bu artışın önüne geçecektir. Enflasyon ve üretim hedeflenen

değerin altındaysa uygulanacak olan politika kısa vadeli faiz oranlarını azaltmak olacaktır(Sökmen, 2017:55).

1.6.3.2.1.1.Taylor Kuralının Avantajları, Dezavantajları ve Kurala Yapılan Eleştiriler

Taylor kuralının bilinen en büyük avantajı kuralın oldukça basit olması ve kontrolünün kolay olmasıdır. Değişken setler ile meydana getirilen daha geniş modellerin aksine Taylor kuralı, üretim açığı, enflasyon, faiz oranları ve bunların belirlenen hedefleri ile ilgilenmektedir. Bununla birlikte Judd ve Redebusch bu kuralın basit olmasına rağmen, ileriye dönük politika kuralları tüm bilgileri kapsayacağından daha iyi bir tepki fonksiyonunun oluşacağını ileri sürmüşlerdir(Kaytancı, 2008:15–16). Taylor denkleminde yer alan enflasyon ve üretime dair verilerin toplanması ve buna dayalı olarak da faiz oranlarında değişime gidilmesi MB açısından kolay bir yöntemdir. Formülün kolay olma özelliği ciddi bir avantajdır. Ekonomide belirsizlik sorunu gözlemlendiğinde karmaşık para politikaları yerine çok daha etkin işleyen bir kural olması diğer avantajıdır. Denklemden döviz kurunun olmamasından dolayı enflasyon hedeflemesini uygulayan gelişmekte olan ülkelerde Taylor kuralının uygulanamıyor olması da dezavantajıdır(Sökmen, 2017:59).

Taylor kuralına yöneltile en önemli eleştirilerden biri, kural, denkleminde döviz kurunu eklenmediğinden gelişmekte olan ülkelerde uygulanamıyor olmasıdır. Oysa ki döviz kurunun uluslararası ticarete ayrı ve özel bir önemi vardır. Tüm bu eleştirilerin üzerine Clarida vd., Bernanke ve Gertler(2000), Svenson(2002) Taylor kuralı denkleminde döviz kurunun da eklenmesinin önemi vurgulamışlardır. Yine bir diğer eleştiri ise belli bir kurala bağlı kılınmak para politikalarının gelişimi önünde engel olacaktır. Bu sebepten ekonomik şokların etkilerini ve etkileme kanallarını içeren bilgilerin kurala dahil edilmesi gerekmektedir. Üretim ve enflasyon açığı katsayılarının sabit bir değerden ziyade ülkelerin ekonomik yapılarına göre belirlenmesi gerekmektedir(Sökmen, 2017:58-59)

1.6.3.2.2. McCallum Kuralı

McCallum Kuralı, merkez bankalarınca nominal GSYİH hedeflemesinde kullanılan bir araç kuralıdır. Bu kurala göre, parasal tabanda yapılacak olan

genişlemeler üretim düzeyine göre olmalıdır. Yine bu kurala göre analiz varsayımı altında içsel bir serinin dışsal bir seriye göre daha iyi sonuç vereceği savunulmaktadır. McCallum'a göre para otoritelerince fiyatları düşük tutmak amacıyla uygulanacak olan ihtiyari para politikaları GSYİH' da azalmaya yol açar(Toker, 2020:26). Bennet T. McCallum ve Alan H. Meltzer'in aynı dönemlere denk gelen çalışmalarında ifade edilen parasal taban kuralı, parasal büyümenin bir kurala bağlı olarak belirlenmesidir(Tunay, 2014:433).

McCallum kuralı aşağıdaki eşitlikte gösterilmektedir;

$$\Delta b_t = \Delta x^* - \Delta v_t + \beta(\Delta x^* - \Delta x_{t-1})$$

Δb_t : Parasal tabandaki logaritmik değişme

Δx_{t-1} : t dönemdeki nominal GSYİH'daki büyüme oranının bir dönemdeki gecikmesi

Δx^* : Hedeflenen nominal GSYİH artış oranı

Δv_t : Ortalama dolaşım hızı artışı

β : Parasal tepki katsayısı

Δv_t , uzun dönemde kurumsal ve teknolojik gelişmelerden etkilenecek değişiklik göstermektedir. Δx^* , hedeflenen enflasyon oranı (π^*) ile uzun dönem reel GSYİH'nın ortalama büyüme oranının toplamıdır. Kuraldaki($\Delta x^* - \Delta x_{t-1}$), nominal gelir açığıdır ve ekonomideki çevrimsel hareketleri açıklamaktadır(Ardor ve Varlık, 2014: 55).

Parasal büyüklükleri savunanlara göre, ilişkiler arasında tutarlılık problemi vardır. Örneğin McCallum(1988), zaman içerisinde yavaş ve sistematik de olsa, parasal taban ve nominal çıktı arasındaki ilişkinin düzeltilmesini savunmuştur. Bu sebepten de önermiş olduğu politika kuralında zamansal değişimi barındıran bir düzenleme mevcuttur(Estrella ve Mıshkın, 2014:120).

İKİNCİ BÖLÜM

2. ALTERNATİF PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİ VE ENFLASYON HEDEFLEMESİ

2.1. Para Politikası Kuralları ve Hedef Seçimi

Merkez bankasının bir nihai hedefi yine bu nihai hedefe ulaşmak için bir ara hedefi ve bu ara hedefe ulaşabilmek için de faaliyet hedefi vardır. Nihai hedeflerini ekonomik büyüme ve fiyat istikrarı olarak iki ana başlığa ayırabiliriz. Ara hedef ise, faiz oranları ve parasal büyüklüklerdir. Merkez bankasının bu ara hedefleri doğrudan doğruya kontrol etmesi pek mümkün değildir. Bunu ancak para politikası araçları ile etkileyebilmektedir. Tabii merkez bankasının bu ara hedeflere doğrudan ulaşması da mümkün değildir. Bunun için de faaliyet hedefler devreye girmektedir. Merkez bankasının ara hedefi parasal büyüklük ise, faaliyet hedefi olarak toplam rezervler ve parasal taban dikkate alınabilecektir. Ara hedef olarak kısa vadeli faiz oranları belirlenmiş ise, faaliyet hedefi olarak da gecelik faiz oranları belirlenebilecektir(Yıldırım vd., 2016:624).

Nihai hedefine ulaşmak isteyen bir merkez bankasının temelde iki stratejisi vardır. Bunlardan ilki, bir ara hedef belirleme suretiyle nihai hedefe varma yoludur. Ara hedefi belirlerken de enflasyonla arasındaki ilişki tahmin edilebilir bir düzeyde olmalıdır. Diğerisi ise, herhangi bir ara hedef seçmeden doğrudan doğruya nihai hedefi üzerine para politikasını kurma yoludur. Bu hedeflere de ulaşabilmek için faiz oranları, döviz kurları gibi değişkenleri operasyonel hedef olarak kullanmaktadır(Yılmaz, 2005:87).

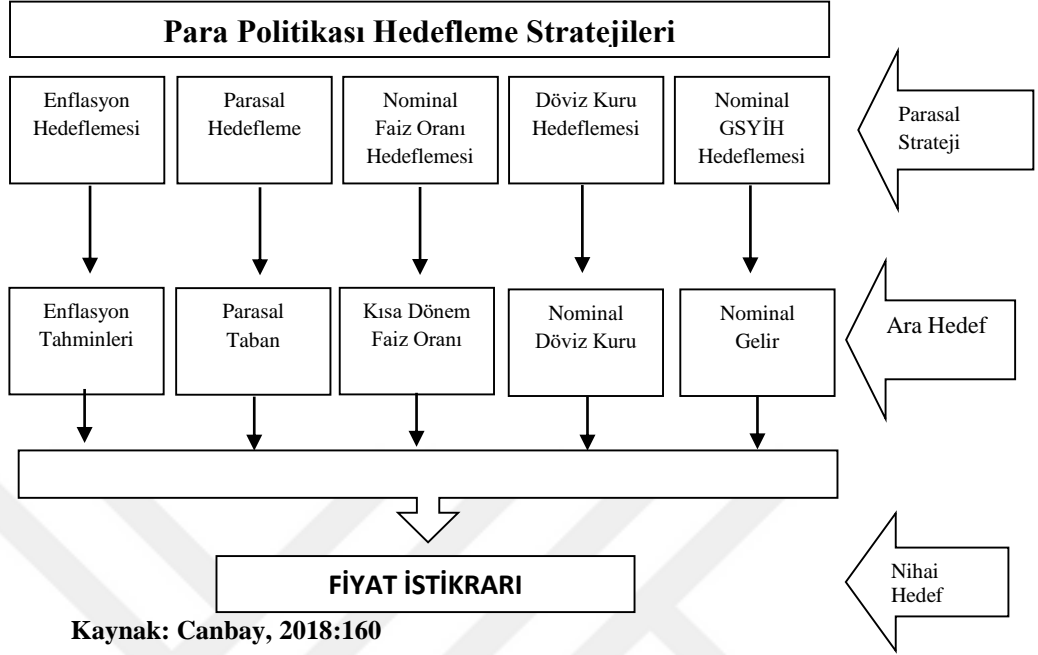
Merkez bankasının hedef belirleme stratejisini örnekle anlatacak olursak; farzedelim ki MB büyüme hedefini %5 olarak belirlemiş olsun. Nominal GSYİH'da %5 büyümeyi gerçekleştirebilmek için ara hedef olarak seçmiş olduğu M2'nin %4, faaliyet hedefi olarak seçmiş olduğu parasal tabanın da %3,5 büyümesi gerektiğini düşünüyorsa, parasal tabanda bu artışı gerçekleştirmek adına açık piyasa işlemlerine başvuracaktır. Zamanla MB parasal tabanın istenen düzeyde büyümediğini farkedirse açık piyasa işlemlerinde artışa gidecektir. Bir başka açıdan M2'nin istenenin üzerinde örneğin %7 oranında büyüdüğünü gözlemlerse bu defa da açık piyasa işlemlerinde

değişikliğe giderek ya açık piyasa alımlarını azaltacaktır ya da M2'deki büyümeyi geriletme adına açık piyasa satışları yapacaktır. Burada MB iki tip hedef değişkenden (parasal büyüklükler: faiz oranı ve büyüklükler, rezerv büyüklükler) biri olan parasal büyüklüğü seçmektedir(Mıshkın, 2000:88). Bu da bize gösteriyor ki MB para politikası araçlarıyla, belirlemiş olduğu hedefleri gerçekleştirmeye çalışmaktadır. Bu araçlar; APİ, reeskont politikası ve zorunlu karşılıklardır.

Ara hedefler, para politikası araçları ile nihai hedefler arasında yer almaktadır ve nihai hedefler ile de politika araçlarına kıyasen daha yakından ilişkisi vardır. Bu sebepten de MB ara hedefleri kullanarak nihai hedeflere ulaşmaya çalışmaktadır(Temel,2007:31). Para politikasının uygulanması sürecinde ara hedefler iki önemli rolü üstlenmektedirler. Birincisi, merkez bankasının kullanmış olduğu ara hedeflerin makroekonomik hedefler üzerinde istenilen etkiyi yaratıp yaratmadığı bilgisini aktarırlar. İkincisi, ara hedefler uygulanan para politikalarının ekonomi üzerinde genişletici mi yoksa daraltıcı mı etki yarattığı konusunda bilgi aktarırlar (Uçak,2004:105). Ara hedef olarak faizler kullanılacaksa hedeflenen enflasyonla çelişmeyen bir harcama ve üretim artışını destekleyecek bir faiz oranı hedeflenmeye çalışılmaktadır. Ara hedef olarak milli gelir kullanılacaksa, hedeflenen enflasyon ve reel büyüme ile uyumlu bir cari milli gelir hedeflenmektedir(Yılmaz, 2005:87).

Sonuç olarak, MB para politikasını yürütürken iki farklı yöntemle başvurmaktadır. Bu yöntemler şekil(2)'de gösterilmiştir. Birincisi, enflasyonun doğrudan hedeflenmesidir. Burada, orta vadeli para politikasının işleme için MB çapa olarak bir enflasyon oranı hedeflemektedir. İkincisi, MB parasal büyüklükler, faiz oranları, döviz kuru, beklenen enflasyon oranı gibi değişkenleri kullanarak gelecekteki enflasyon oranını tahmin etmektedir(Uçak, 2004: 104).

Şekil 2: Para Politikası Hedefleme Stratejileri



2.1.1. Ara Hedefleme Stratejisi

2.1.1.1. Para Arzı Hedeflemesi (Parasal Hedefleme)

Parasal hedefleme stratejisi 1970’li yıllarda sıklıkla uygulanmaya başlanmıştır. Bu dönemlerde döviz çapası olarak kabul edilen Bretton Woods sisteminin çökmesi ve petrol şoklarının yaşanmasıyla para politikasında belirsizlik oluşunca, Monetaristlerin de katkı sunmalarıyla parasal hedefleme hızla yayılma göstermiştir(Paya,2013:199). 1970’li yıllarda ABD, Japonya gibi pek çok ülkelerin büyüklüğünden ve ayrıca para birimlerinin nominal çapa olmaya elverişli olmamalarından dolayı bu ülkelerde nominal döviz kuru hedeflemesi yerine parasal hedefleme tercih edilmiştir. Bu ülkeler parasal büyüklükleri ara hedef olarak kullanmış ve nihai hedefleri olan fiyat istikrarına ulaşmaya çalışmışlardır(Mışkın, 2000:144).

Parasal hedefleme, enflasyonu kontrol etmekte kullanılan stratejilerden biridir. Bu stratejide, para otoritesi parasal taban, geniş para veya kredi büyüklüklerinin büyüme oranını hedeflemektedir (Yiğitbaş,2009:211). Miktar teorisine göre parasal büyümeler enflasyon doğurmaktadır. Parasal hedeflemenin temeline indiğimizde de miktar teorisinin bu görüşü yer almaktadır. Parasal hedefleme

stratejisini uygulayan MB parasal taban, rezerv para, merkez bankası parası gibi değişkenler arasından enflasyon ile alakalı olanları hedef olarak belirlemekte ve bu büyüklükleri hedefler ölçüsünde büyütme (Sökmen,2017:39-49). Parasal hedefleme stratejisini uygulamak isteyen MB, para politikasını oluşturmadan önce, güçlü parasal büyüklüklerden hangisini kontrol etmesinin daha uygun olacağına karar vermelidir. Bu amaçla hareket eden MB iki temel ölçüte bakarak karar vermektedir. Birincisi, belirlenecek olan parasal büyüklüğün, ekonomik faaliyetler üzerinde etkili olabilecek para arzı ile ilişkisi olması. İkincisi, belirlenecek olan parasal büyüklüğün, merkez bankasının para politikasını yürütürken ihtiyacı olacak olan tüm araçları içeriyor olmasıdır(Keyder, 2002:240).

Enflasyonu kontrol etmeye odaklanan bir parasal hedefleme stratejisi şu özelliklere sahip olmalıdır(Mışkın ve Savastano, 2014:305-306):

- Para politikasını yürütenler tarafından iletilen bilgiye güven tam olmalıdır.
- Halkın ve piyasaların enflasyon beklentilerine önderlik edecek parasal hedeflerin ilan edilmesi gerekmektedir.
- Parasal hedeflerden sapmaları önleyecek nitelikte hesap verebilirlik mekanizmasının işletilmesi gerekmektedir.
- Döviz kuru esnek olmalıdır.
- Mali baskınlık düşük olmalıdır.

Bu stratejide önem taşıyan bir unsur olan, ara hedef olarak hangi parasal büyüklüğün seçilecek olması konusunu açacak olursak: Örneğin M1(dolaşımdaki para+vadesiz mevzuat) gibi dar tanımlı bir parasal büyüklük, büyük dalgalanmalara maruz kalabilmektedir. Nitekim Almanya Merkez Bankası Bundesbank 1975 yılında parasal hedef olarak M1 değişkenini seçmiştir. Fakat zamanla bu hedefte meydana gelen ciddi sapmalar sonucu, 1988 yılından itibaren M3 gibi geniş tanımlı parasal büyüklüğü parasal hedef olarak belirlemiştir. Ayrıca ara hedeflerin ilan süresini yıllık değil üçer aylık tutarak olası dalgalanmaların gerçekleşmesini engellemeye çalışmıştır. Fakat sonraları fiyatlar ile para arzı arasında sabit doğrusal ilişkinin olmamasından dolayı parasal kontrolün etkin olmayacağına ortaya çıkması üzerine Almanya parasal hedefleme stratejisini terk etmiştir(Doğru ve Savrul, 2013:13-14).

Şayet merkez bankasının hedeflemiş olduğu parasal büyüklük üzerinde yeteri kadar kontrol gücü yoksa, halka para otoritelerinin niyetleri hakkında açık sinyaller verilemeyecek, bu durumda da merkez bankasının sorumlu tutulması dolayısıyla hesap vermesi güçleşecektir. MB küçük parasal büyüklükleri kontrol etmekte sıkıntı yaşamazken, M2 ve M3 gibi daha büyük parasal büyüklükleri kontrolde zorlanmaktadır. Hedeflenecek olan parasal büyüklüğü seçerken şu çelişki göz önünde bulundurulmalıdır; hedef değişken büyüdükçe halk tarafından izlenebilmesi kolaylaşırken, MB tarafından kontrol edilmesi güçleşmektedir(Güney, 2006:32).

Parasal büyüklük hedeflemesinde amaç, diğer istikrar politikalarında olduğu gibi hedeflenen enflasyon oranı etrafında fiyatlara istikrar sağlamaktır. Beklenen enflasyon oranını belirlemek için tek tahmin edici değişken olarak para arzı seçilirse, para politikası araçları etkisini bir dönem gecikmeli gösterecek, iki dönem sonrasında da fiyatları etkileyebilecektir. Şöyle ifade etmek gerekirse:

$$i_t \rightarrow m_{t+1} \rightarrow \pi_{t+2}$$

$m_t - m_{t-1}$: Cari dönemdeki parasal büyüme (m_t , geniş tanımlı M2 para arzının logaritmik değeridir)

$\widehat{m}_t - \widehat{m}_{t-1}$: Hedeflenen parasal büyüme

Buradan hareketle merkez bankasının kayıp fonksiyonunu oluşturacak olursak:

$$L_t = \frac{1}{2} (m_t - m_{t-1} - \widehat{m}_t + \widehat{m}_{t-1})^2$$

Merkez bankasının amacı bu değeri minimum kılmak olacaktır. Diğer bir ifadeyle merkez bankasının parasal büyüme hedefi tüm para politikası araçlarından yararlanarak, cari parasal büyüme değerini($m_t - m_{t-1}$), taahhüt ettiği parasal büyüme değerine($\widehat{m}_t - \widehat{m}_{t-1}$) yaklaştırmak olacaktır(Doğru ve Savrul, 2013:12).

Merkez bankası bu stratejiyle GSMH ile para arzı arasındaki ilişkiyi gösteren paranın dolanım hızı ve para arzı(=para talebi) ile parasal taban arasındaki ilişkiyi gösteren para çoğaltanını kullanarak, kendi kontrolünde bulunan para tabanını ne

seviyede tutması gerektiğine karar vermektedir. Bunu bir örnekle ifade edelim(Keyder ,2002:453):

Örnek: 1995 yılı için Almanya’da parasal hedef şu şekilde yapılmıştır:

	%	%
i. Reel GSYİH büyüme oranı	2,75	
ii. Enflasyon oranı	2,00	
Nominal GSYİH artışı (reel GSYİH+enflasyon oranı)		4,75
iii. Dolanım hızındaki değişme için düzeltme (Artış(-); Düşüş(+))	1,00	

Buradan hareketle para arzının %5,75 oranında artması gerektiği görülmektedir. Para çoğaltanının sabit olması durumunda para tabanı da aynı oranda arttırılmalıdır. Bu uygulamanın başarılı olabilmesi için, önceden tahmin edilebilen bir para çoğaltanı ile paranın dolanım hızına ihtiyaç vardır. Paranın dolanım hızının istikrarlı olması da para talebine bağlıdır. Aslında bu sonuçlara miktar teorisinin denklemiyle de ulaşabiliriz.

$$m \cdot v = p \cdot y$$

Denklemin logaritmik farkını alırsak,

$$\Delta \ln m + \Delta \ln v = \Delta \ln p + \Delta \ln y$$

$$\Delta \ln m = \Delta \ln p + \Delta \ln y - \Delta \ln v$$

$$5,75 = 2,00 + 2,75 - (-1,00)$$

Parasal hedeflemenin istenilen başarıyı göstermesindeki en temel varsayım, hedeflenen değişken olarak belirlenen enflasyon ile hedef seçilen parasal toplam arasında çok güçlü ve güvenilir bir ilişki olmasıdır. Aksi halde parasal hedeflemenin doğuracağı etkiler zayıf olacaktır(Mışkın ve Savastano, 2014:306). Bu zayıf ilişki sonucunda zarar gören hedef, hedef değişkende istenilen değişimlerin oluşmasına engel olacaktır ve bu sebepten de parasal büyüklük, para politikasının genel durumu hakkında yeterince iyi bir sinyal alamayacaktır. Sonuç olarak da parasal hedefleme

stratejisi ile enflasyon beklentileri düzeltilemeyecek ve para otoritelerinin hesap verebilirliğinin gözlemlenmesine katkı sağlamayacaktır(Mıshkın, 2014:248).

Parasal hedeflemenin başarılı olmasında etken olan paranın dolanım hızına ve dolayısıyla para talebini istikrarsızlaştıran nedenlere bakacak olursak; para ikamesinin artması, repo, yatırım fonu gibi araçların kullanılması sonucu M1 ve M2 para tanımlarının ekonomideki gerçek likiditeyi yansıtmaması, para düzeyinin değerinin modelin içerisinde belirlenip açıklanan bir hal alması, yani endojen bir değişken haline gelmesi, para politikası uygulamalarında gecikme yaşanması diyebiliriz (Keyder,2002:454). Küreselleşme ve finansal sistemlerin gelişmişlik göstermesi ile para talebi ve paranın dolanım hızında değişiklikler belirmeye başlamıştır. Böylelikle bu stratejinin temel varsayımı olan, ekonomideki para talebinin istikrarlı olması görüşü geçerliliğini yitirmiştir. Yani enflasyon ile parasal büyüklükler arasındaki parasal ilişki ortadan kalkmıştır(Paya, 2013:199-200).

Parasal hedefleme stratejisini 1975 yılından itibaren uygulayan Almanya, 1995 yılına gelindiğinde %2 enflasyon hedefine ulaşarak büyük bir başarı elde etmiştir. Bu başarının özünde; Almanya'nın parasal hedeflemeyi resmi bir politika olarak uygulaması, Milton Friedman'ın "Sabit Parasal Büyüme Oranı Kuralı" değil de daha esnek bir parasal hedefleme uygulaması ve Almanya Merkez Bankası Bundesbank'ın parasal hedefleme ile birlikte örtük enflasyon hedeflemesini yürütmüş olması vardır(Yiğitbaş, 2009:212).

1970'li yılların sonu ile 1980'li yılların başına baktığımızda parasal hedefleme stratejisini uygulayan ABD, İngiltere ve Kanada'da enflasyon kontrol altına alınamamıştır. Bunun nedenlerinden birincisi, bu ülkelerin merkez bankalarının, parasal büyüklüklerin ve parasal hedeflerin düşme ve yükselme göstermelerine müsaade etmiş olmaları, hedeflerini kamuoyuna düzenli bir şekilde ilan etmemeleri ve de hedeflerden sapmaya neden olan faktörlerin üstünün kapatılmış olması gösterilebilmektedir. İkincisi ise, hedef değişken ile parasal büyüklükler arasındaki ilişkinin istikrarsızlık göstermesidir(Sökmen, 2017:41).

Parasal hedeflemenin Almanya'da başarı gösterip ABD, Kanada, İngiltere gibi gelişmiş ülkelerde başarı göstermemesinin iki önemli sebebi vardır. İlki, bu

ülkelerde parasal hedeflemenin gerektiği şekilde takip edilmemesi sonucu başarı şansını yitirmesidir. Bir diğeri ise, 1980’li yılların başlarından itibaren finansal enstrümanların artış göstermesiyle parasal büyüklükler ile enflasyon ve nominal gelir arasındaki ilişkinin zayıflamış olmasıdır. Bu konuyla alakalı Kanada Bankası guvernör başkanı “Biz parasal hedeflemeyi terk etmedik, o bizi terk etti” demiştir. Böylece gelişmiş ülkelerde parasal hedeflemenin ve de döviz kuru hedeflemesinin başarı getirmemiş olması bu ülkelerin yeni bir çapa arayışı içine girmelerine neden olmuştur(Yiğitbaş, 2009:212).

Literatüre baktığımızda, döviz kuru hedeflemesi ile parasal hedefleme stratejisi şeffaflık konusu üzerinden kıyaslanmaktadır. Bu uygulamada şeffaflık, merkez bankasının para politikasını yürütürken almış olduğu kararların, üstlenmiş olduğu hareketlerin tüm geçmişini izleyebilmektir. Calvo ve Vegh(1999)’e göre döviz kuruna dayalı sistem paraya dayalı sisteme nazaran halka daha açık sinyaller gönderdiğinden, ayrıca kolay izleniyor olmasından dolayı daha avantajlıdır. Atkeson ve Kehoe(2001) formal olarak gösterdiği çalışmalarında daha şeffaf olmasından dolayı döviz kuru hedeflemesinin parasal hedeflemeye göre daha avantajlı olduğundan bahsetmişlerdir(Güney, 2006:32).

Tablo 4: Seçilmiş Parasal Hedefleme Programları

Program	Başlama ve Bitiş Tar.	Para politikası/Döviz kuru politikası	Program Öncesi Enfl.	Program İçinde En Düşük Enflasyon	Düşük Enfl. Gerçekleştiği Tar.
Şili 1975	Nis.1975- Ara.1977	Mihenk noktası toplam parayı kontroldür. Döviz kuru geçmiş dönem enflasyonuna göre ayarlanır	394,3	63,4	Ara.77
Arjantin Bonex	Ara. 1989- Şub.1991	İç borçların yeniden yapılandırılması yolu ile likiditede keskin bir azalmaya gidildi. Dalgalı kur sistemi	4923,5	287,3	Şub.91
Brezilya Collor	Mar.1990- Oca.1991	Finansal varlıkların % 70’i donduruldu. Sıkı para politikası. Döviz kurunun pasif rolü var.	5745,4	1119,5	Haz.91
Dominik C. 1990	Ağu.1990- devam	Ağu.1990-Ara.1991:Döviz kontrolü/kara borsa. Haz.1991-tem1991:İkili döviz kuru rejimi. Tem. 1991:Dalgalı kur	60	2,5	Kas.93
Peru 1990	Ağu.1990- devam	Toplam Para Stoku kontrolü; Kirli dalgalanmalı döviz kuru	12377,8	10,2	Eyl.95

Kaynak: Doğru ve Savrul:15

Tablo (4)'e baktığımızda para arzı politikası ile birlikte farklı döviz kuru rejimleri de uygulanmıştır. 1970'lerin sonunda parasal hedefleri kontrol altına alarak fiyat istikrarı sağlanmaya çalışılmıştır. Üç-dört haneli enflasyon değerlerinin kısa bir süre içerisinde ikili hanelere indiği görülmektedir. Tablodan anlaşılacağı üzere kurala göre veya duruma göre para politikalarının uygulandığı görülmektedir. Finansal varlıkları dondurmak, likiditeyi sert bir şekilde düşürmek ve toplam para stokunu kontrol etmek gibi ara hedefler kullanılmıştır(Doğru ve Savrul, 2013:15).

Sonuç olarak, zaman içerisinde oluşan dışsal faktörler, döviz tevdiat hesaplarının yaygınlaşması, merkez bankasının parasal büyüklükler üzerindeki kontrolünü yitirmeye başlaması ve de para talebinin varsayıldığı gibi istikrarlı bir yapısının olmaması gibi nedenlerden dolayı ara hedef ile nihai hedef arasındaki ilişki zayıflamıştır. Ayrıca finansal yenilikler sonucu hangi parasal büyüklüğün enflasyonu en fazla etkilediğinin öngörülememesi, repo ve yatırım fonları gibi yeni finansal enstrümanların parasal büyüklük olup olmadığı konusunda net bir şeyin olmaması ve yılsonunda parasal büyüklüğün ne kadar artacağını öngörmüş olmanın insanlar için bir anlam ifade etmemesi gibi sebeplerden ötürü birçok ülke para arzına dayanan para politikası stratejisini terk ederek 1990'larda enflasyon hedeflemesi stratejisini benimsemiştir(Doğru ve Savrul, 2013:14-15).

2.1.1.1.1. Parasal Hedeflemenin Avantajları ve Dezavantajları

Parasal hedefleme stratejisinde, hedeflenen ile gerçekleşen parasal büyüklükleri karşılaştırmak oldukça kısa sürede ve kolaylıkla yapılabilmektedir. Böylelikle kamuya ve piyasalara para politikalarının gidişatı hakkında doğru zamanlı ve periyodik sinyaller gönderilebilmektedir. Bunun sonucu olarak da enflasyon beklentileri bundan pozitif etkilenebilecek ve düşük enflasyon gerçekleşebilecektir. Bu stratejinin en önemli avantajlarından birincisi, döviz kuru hedeflemesinden farklı olarak başka ülkelerin enflasyon oranlarından bağımsız bir şekilde hedef bir enflasyon oranı seçilebiliyor olmasıdır. İkincisi, ekonomide meydana gelebilecek geçici şoklara, çıktı dalgalanmalarına müdahale edebilmesi için merkez bankasına müsaade ediyor olmasıdır. Üçüncüsü, merkez bankasının belirlemiş olduğu hedef çerçevesinde hareket edip etmediği bilgisine hemen ulaşıyor olmasıdır. Dördüncüsü, parasal büyüklükler

hedeflenerek, para politikasına duyulan güven sonucunda, zaman tutarsızlığı probleminin oluşmamasıdır(Mışkın ve Savastano, 2014:306).

Parasal hedeflemenin avantajlarını açacak olursak:

- Bu strateji döviz kuru hedeflemesinden daha esnek olması sebebiyle, herhangi bir iç şokla karşılaşan merkez bankasına farklı bir enflasyon oranını kabullenip karşı politika üretmesine olanak vermektedir(Paya, 2013:199). Para otoriteleri para politikasını uygulama konusunda serbesttir(Keyder, 2002:454)

- Bu stratejiyle MB izlemiş olduğu politikaların neticelerini hemen görebilir(Paya, 2013:199).

- Parasal büyüklük hedefi nominal çıpa niteliğinde olduğundan enflasyon beklentilerini olumlu yönde etkilemektedir(Keyder,2002:454).

- Bu strateji ile kur serbest bırakılırken faizler de kontrol edilebilir durumdadır(Keyder, 2002:454).

- Ekonomik birimler parasal büyüklüklerin fiili ve hedeflenen düzeylerini karşılaştırarak para politikasının işleyişine dair önemli ipuçları alabilmektedirler(Orhan ve Erdoğan, 2015:297-298).

- Merkez bankaları parasal büyüklüklere dair hedeflerini ve ne ölçüde parasal büyüklük artırımına gideceğini önceden halka ilan ederek politik baskılardan kendini koruyabilmektedirler(Orhan ve Erdoğan, 2015:297-298). Bir başka açıdan, parasal büyüklüklere ve hedeflere ilişkin bilgi, kamuoyuna kısa bir süre içerisinde duyurulduğunda halk ve piyasalar bu durumu olumlu olarak karşılamakta ve enflasyon beklentilerinin sabitlenmesine sebep olmaktadır. Böylelikle de daha düşük oranlarda enflasyonun oluşmasına sebebiyet vermektedirler (Mışkın, 2000:149).

- Parasal hedefleme stratejisini uygulayan MB, diğer ülkelerin enflasyon oranlarını dikkate almadan ekonominin genel seyrine bakarak para politikasını en uygun şekilde ayarlayabilmektedir. Böylece oluşabilecek olan üretim dalgalanmalarına refleks göstermesi kolaylaşacaktır(Mışkın, 2000:149).

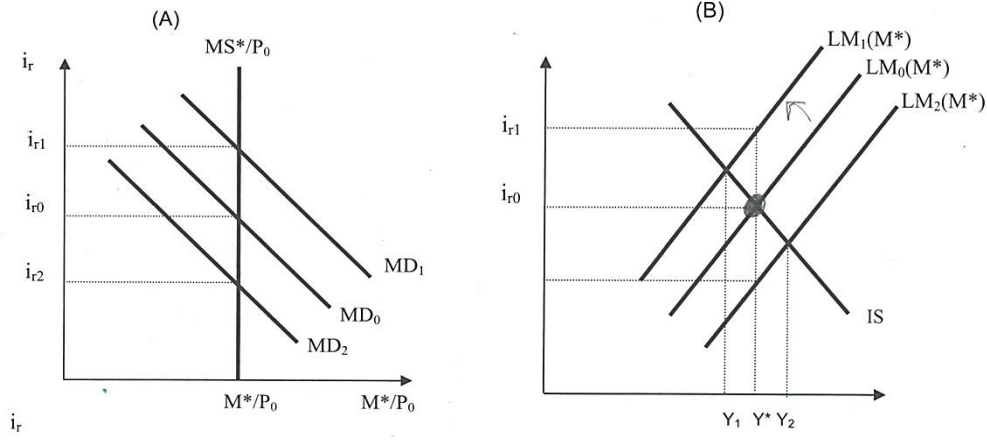
- Parasal hedefleme ile para otoritelerine enflasyonu düşük tutma sorumluluğu yüklendiğinden zaman tutarsızlığı problemiyle karşılaşmalarının önüne geçilmiş olunur(Mışkın, 2000:149).

Parasal hedefleme stratejisine baktığımızda, ekonomide meydana gelen şoklar neticesinde MB bağımsız bir para politikası oluşturarak müdahalede bulunabilme yetisine sahiptir. Yine, hedeflenen parasal büyüklüğe dair piyasa aktörleri rahatlıkla ve hızlıca bilgi edinebilmekte ve böylece de etkin bir para politikası olup olmadığı hızlı bir biçimde ölçülebilmektedir. Buraya kadar avantajlarını konuştuğumuz parasal hedefleme stratejisinin enflasyon ile hedeflenen parasal büyüklük arasında ancak kuvvetli bir ilişkinin varlığı varsayımında başarı gösterebilecek olması da bir dezavantaj olarak karşımıza çıkmaktadır(Sökmen, 2017:41). Yine Parasal hedefleme stratejisinde karşılaşılabilecek dezavantajlar; hedeflenen para tanımının, para ikamesi ve para tanımının ekonomideki gerçek likiditeyi yansıtmaması gibi nedenlerden dolayı, merkez bankasının kontrolünde olmaması. Ayrıca dolanım hızı denkleminin istikrarlı olmaması durumunda oluşabilecek olan kaymaların hedeften şaşılmasına neden olması gösterilebilmektedir(Keyder, 2002:454).

Ara hedef olarak para miktarını kullanmanın sakıncaları: Birincisi, finansal sistemin gelişmesi ile artan finansal araçların varlığı sonucu paranın ölçülmesi problemi ortaya çıkmıştır. Bu da ara hedef seçimini zorlaştırmıştır. İkincisi, para talebinin istikrarsızlığı para arzı değişkeninin ara hedef olarak seçilmesini zorlaştırmıştır(Orhan ve Erdoğan, 2015:298-300).

Parasal büyüklükler ile amaç değişken arasında zayıf ve güvenilir olmayan bir ilişki mevcut ise parasal hedefleme istenilen sonucu yaratmayacaktır. Bunun anlamı şudur; para politikasının durumuna ilişkin uygun sinyal vermeyen parasal büyüklükler enflasyon beklentilerinin sabitlenmesi konusunda yardımcı olmaktan çıkacaktır(Mışkın, 2000:150).

Grafik 2: Parasal Hedeflemenin Dezavantajı



Kaynak: Orhan ve Erdoğan,2015:299

Bireyler ekonomik işlemlerinde kullanmak amacıyla reel para talebini (MD_0) arttırarak MD_0 dan MD_1 e geçsin. Bu durumda faizler yükselecektir. Para talebinin azaldığı durumda da faizler düşüşe geçecektir. Para arzını hedeflediği miktarda (M^*) tutmak isteyen merkez bankasının bu politikası sonucu faizler dalgalanacak, bunun sonucunda da şekil(B)'de gözüktüğü gibi LM eğrileri de sağa ve sola kayarak gelir düzeyinde bir dalgalanma meydana getirecektir. Bu da parasal hedefleme ile hedeflenen reel gelir düzeyi arasındaki bağın kopması anlamına gelmektedir.

2.1.1.2. Döviz Kuru Hedeflemesi

Döviz kuru hedefleme stratejisinde, nominal çapa olarak döviz kuru seçilmektedir. Amaç, fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu stratejide enflasyon beklentilerini kontrol altına almak ve enflasyonu düşürmek için bir ülkenin milli parasını, düşük enflasyona sahip başka bir ülkenin parasına sabitlenmesi durumu vardır. Bunu yapmaktaki asıl amaç, güçlü ve istikrarlı bir ülkenin düşük enflasyonu ile ülkede düşük enflasyonu garanti altına almaktır(Canbay, 2018:168). Bu strateji kendi içinde ikiye ayrılmaktadır. Katı döviz kuru hedeflemesi ve yumuşak döviz kuru hedeflemesi. Katı döviz kuru hedeflemesi iki şekilde uygulanmaktadır: Para kurulu ve tam dolarizasyon (Orhan ve Erdoğan, 2015:293-294). Para Kurulu, önceden ilan edilip belirlenen değerlere ulusal paranın değerinin bağlanmış olduğu sistemdir. Burada tüm yasal yükümlülükleri yerine getirebilecek kadar döviz tutmak taahhüt edilmektedir. Bu sistemi uygulamak isteyen ülkeler, kamu borçlanma gereklerini en aza

indirgemelidirler. Yine buna ek olarak, mal ve emek piyasalarında esneklik sağlanmalı ve de bankalar mali yapılarını güçlendirmelidirler. Tam dolarizasyon ise, ülkenin kendi milli parasını kullanmayı terk edip, uluslararası kabul gören dövizleri ulusal para olarak kabul ettiği sistemdir. Burada para otoritesinin emisyon yetkisi olmadığı için, merkez bankasının bağımsız para politikası uygulaması söz konusu değildir, aynı şekilde bu ülkelerde senyoraj geliri de elde edilememektedir(Sökmen, 2017:42).

Tam dolarizasyon özellikle enflasyonun yüksek olduğu ve bunun sonucunda da yerli paranın sürekli ve aşırı bir biçimde değer kaybettiği hallerde uygulanmaktadır. Bu uygulama yüksek seyreden enflasyonu düşürmek, kur oynaklığından korunmak, paranın değer kaybetmesini engellemek amacıyla kullanılmaktadır. Yine aynı zamanda bu uygulama ile aynı para birimini kullanan ülkeler arasında işlem maliyetleri de azalmaktadır. Para kurulu, para politikasını yürütürken politik baskılardan uzak bir şekilde merkez bankasının yetkilerini kullanmaktadır. Hem MB hem hükümet devre dışı kalmaktadır. Para kurulunun temelde amacı, parasal tabanı genişletmek ve de yerli paranın değerini muhafaza etmektir. Kurulun çalışma sistemi; MB elindeki döviz rezervi kadar para basarak döviz kurunu korumaya almaktadır. Şayet daha önceden belirlenmiş sabit kur üzerinden talep edilirse, yerli parayı rezerv para ile değiştirmek zorundadır. Bunu yapmak için de para kurulu en az %100 oranında rezerv paraya sahip olmalıdır. Bu sistemde döviz piyasalarında gerçekleşen işlemlerin ekonomi üzerindeki etkilerini sterilize etmek mümkün değildir. Bunun nedeni ise, bu sistemde merkez bankasının inisiyatif kullanamaması, APİ yapıp döviz arzını yönetememesi, reeskont politikasını uygulayamaması gösterilebilmektedir(Canbay, 2018:169).

Dolarizasyondan farklı olarak para kurulu uygulamasında, bir başka ülkenin parası o ülkenin milli parası haline gelmemektedir. Merkez bankasının ne kadar döviz rezervi varsa para tabanı da o kadar genişlemekte, yani MB döviz rezervine karşılık gelecek miktarda para basabilmektedir. Böylece, harcamalarında kullanmak üzere hazineye para aktarımı olmamaktadır. Döviz karşılığı olmadan para basılamayacağı için döviz kurunun sabit olması geleceğe dair belirsizliği ortadan kaldırmaktadır. Burada MB kendisine gelen her dövizi milli paraya, her ulusal parayı da dövize çevirdiğinden pasif bir para politikası uygulamaktadır. Para kurulunun bu

avantajlarının yanı sıra sakıncaları da vardır. Bu uygulama ile MB, tıpkı dolarizasyonda olduğu gibi son merci olma işlevini yitirmektedir. Bir başka sakıncası, bir kriz anında yabancı sermayenin çekilmesi ile para kurulunun döviz rezervleri azalmaktadır, dolayısıyla ulusal paranın da azalması demektir. Kredi hacmi daralmakta, faizler yükselmekte, bunu tüketim ve yatırımların azalması takip etmektedir. Sonuç olarak da ekonomi küçülmektedir(Özatay, 2018:377).

Bu strateji uzun dönemli bir para politikasıdır. En belirgin özelliği yerli para biriminin altın gibi bir mala bağlanması şeklinde işlemesidir. Son dönemlerde sabit döviz kuru rejimi uygulanarak yerli paranın değeri, enflasyonu düşük olan bir ülkenin parasının değerine göre belirlenmektedir(Mışkın, 2014:242). Bu bağlamda, bir para politikası rejimi olan döviz kuru hedeflemesinin değişik uygulamaları mevcuttur. Bunlar(Paya, 2013:196):

- Bu rejim çerçevesinde düşünülen otomatik altın standardı uygulamasında, ulusal paranın değeri altının fiyatına bağlıdır. MB belirlenmiş olan bu pariteden altın almakta veya satmaktadır. Para basımı da altın rezervine bağlı olarak değişmektedir.

- Katı bir döviz kuru hedeflemesi olarak bilinen uygulama ise Para Kurulu'nu oluşturmaktır. MB bu uygulamada para basma işlemini sadece döviz girişleri olduğu zaman yapmaktadır.

- Dolarizasyon olarak adlandırılan ve döviz kuru rejiminin en katı uygulaması olan bu uygulamada yabancı ülkenin para birimi yasal ödeme aracı olarak ilan edilmektedir.

- Bir başka uygulama ise, ulusal paranın değerini enflasyon oranı düşük olan bir başka ülkenin parasına sabitlemektir. Uygulamada daha yaygın kullanılmaktadır. Burada bir başka ülkenin parası yerine değişik para birimlerinden meydana gelen bir sepet de tercih edilebilmektedir.

- Yönlendirilmiş kur uygulamasında ise, ulusal para herhangi bir yabancı paraya veya sepete sabitlenmemekte, bir bant içerisinde esnetilmektedir.

- Diğer bir uygulama ise, belirli bir süre içerisinde, çapa kabul edilen kur veya sepete karşı ilan edilmiş oranda döviz kurunun değer kaybetmesi ön görülmektedir.

Döviz kuru hedeflemesi, ülkenin yeteri kadar döviz rezervinin bulunması şartıyla işleyebilen, günlük olarak izlenebilen, fiyatlar düzeyi ile döviz kurunun yakından ilişki içinde olduğu basit ve anlaşılır bir stratejidir. Bu bilinenlerinin yanı sıra başka avantajlara da sahip olması nedeni ile 1980’lerde Avrupa Birliği ülkeleri ve geliştirmekte olan birçok ülkede uygulanmıştır. Bu avantajlara baktığımızda; otomatik bir kural olması zaman tutarsızlığı probleminin oluşmasını önlemektedir. Bu otomatiklik, özellikle teknik bakımdan yeterli olmayan merkez bankalarının para politikasını yürütmesini kolaylaştırmaktadır. Bir diğeri, çapa olarak kuru seçmekle kur riski azalmakta, ülke içinde nominal faiz oranlarının düşmesi sağlanmaktadır. Bir diğeri ise, kuru sabitlenmesi ile “satın alma gücü paritesine” göre dış ticarete konu olan mal ve hizmetlerin fiyatlarında düşme olmakta, faizler düşmektedir. Bunun yarattığı ilk etki ile enflasyonda düşüş yaşanırken harcamalar artmakta ve ekonomide genişleme dönemine girilmektedir. Sonrasında daralma gelse de kısa dönemdeki bu büyüme hükümetlere zaman kazandırmaktadır. Oysa ki parasal hedeflemeye baktığımızda önce resesyondan sonra genişleme yaşanmaktadır(Yay, 2012:300-301).

Döviz kuru hedeflemesine dayalı istikrar programını, birçok gelişmiş ve geliştirmekte olan ülke, yüksek enflasyon oranlarını düşürme amaçlı uygulamıştır. Bu ülkelere örnek olarak Fransa ve İngiltere’yi gösterebiliriz. Fransa, 1987 yılında %3 oranında olan enflasyon oranını, ulusal para birimi olarak kabul edilen Alman Mark’ına bağlamıştır ve enflasyonu %2 seviyelerine kadar düşürmüştür. İngiltere, 1990 yılında bu stratejiyi uygulamaya koyarak enflasyon oranını %10’lardan %3’lere düşürmüştür. Geliştirmekte olan ülkelere Meksika, %100 seviyelerinde olan enflasyon oranını %10’lara düşürerek büyük bir başarı elde etmiştir. Yine Arjantin’in 1987’lerde %131 olan enflasyonu, 1990’a gelindiğinde %2314’leri görmüş, 1996 yılında bu sistemi uygulayarak %3,3’lere kadar düşürmüştür(Sökmen, 2017:43). Öte yandan, döviz kuru hedeflemesinde her zaman aynı sonuç çıkmamaktadır. Bu hedeflemede ülkenin ekonomisini, kurumsal yapısını ve politik sürecini derinlemesine anlamak gerekmektedir. Önemli olan döviz kuru hedeflemesi seçmekten de öte, o ülkenin finansal ve mali sistemlerini geliştirmesidir. Bu sebepten finansal kurumlara odaklanmak daha önemlidir(Canbay, 2018:170).

Döviz kuru uygulamasının en başında uluslararası kaynakların yüksek olması istenmektedir. Bu stratejinin uygulanmasıyla ortaya çıkacak sonuçlara değinecek olursak: Bu stratejide kur hareketleri önceden ilan edildiğinden, kurda reel olarak değerlenme durumu oluşmaktadır. Bunu önlemek maksadıyla bu strateji uygulamaya konmadan önce yerli para devalüe edilmektedir. Yerli paranın değerlenmesi ile dış ticaret dengesi bozulmakta ve dış açık artmaktadır. Ekonomik faaliyetler uygulamanın başında canlanırken, zamanla daralma meydana gelmektedir. Yerli tasarruflar azalabilmekte, cari işlemler açık vermekte ve de kamu ile özel sektörün yabancı para cinsinden yükümlülüklerinde artış olmaktadır. Enflasyon yavaş yavaş düşüş göstermektedir(Sökmen, 2017:43-44). Döviz kuru hedeflemesiyle ortaya çıkabilecek olan bir diğer sonuç da, istikrar kazanan para birimi yabancı yatırımcıların risk algılamasını azaltıp sermaye akımını teşvik etmektedir. Sermaye akımları verimli yatırımlara akıp büyümeyi uyarırsa da aşırı borçlanmaya da sebep olmaktadır. Nedeni ise, bankaların yeterince denetim yapmadan aşırı borç vermesi, sonunda da bu borçların geri dönüşü olmama durumunda banka bilançolarının kötüleşmesi sorunu ortaya çıkması bu da finansal krizlerin oluşmasını tetiklemesidir(Mışkın, 2014:247).

Döviz kuru hedeflemesinin uygulanması neticesinde, uluslararası deneyimlerin göstermiş olduğu bazı sorunlar göze çarpmaktadır. Obstfeld ve Rogoff'ta(1995) açıkça bazı ciddi eleştirilerde bulunmuştur. Birincisi, sermaye piyasalarının dışa açık olduğu bir durumda, döviz kuruna hedef koyulduğu takdirde bağımsız para politikasından bahsedilememesidir. Çünkü bu hedeflemeyi uygulayan ülke, para biriminin bağlandığı ülkeden bağımsız olarak yurtiçi şoklara karşılık verememektedir. Diğer bir eleştiri de, yerli paranın bağlandığı ülkede oluşan şoklar doğrudan döviz kuru hedeflemesi uygulanan ülkeye transfer olmasıdır. Nedeni ise, para biriminin bağlandığı ülkedeki faiz oranlarındaki değişme hedeflemeyi yapan ülkede de paralel değişecektir(Mışkın, 2014:243). Hiçbir döviz kuru hedeflemesi makroekonomik kargaşayı önlemekte yeterli olmamaktadır. Öncelikle sabit kur mu, dalgalı kur mu uygulanacak bir genel tercih yapılmalıdır. Ardından hedeflemede hangi çeşit seçilecek belirlenmelidir. Örneğin para kurulu, dolarizasyon, yumuşak rejimlerden hangisi olacak karar verilmelidir. Ayrıca farklı alternatif para

politikalarıyla birlikte yürütülmelidir. Örneğin parasal hedefleme, enflasyon hedeflemesi(Canbay, 2018:171-172).

2.1.1.2.1. Döviz Kuru Hedeflemesinin Avantajları ve Dezavantajları

Döviz kuru rejimi birçok avantaja sahiptir. Bunlardan birincisi, nominal çıpa olarak döviz kurunun seçilmesi uluslararası ticarete konu olan malların enflasyon oranını düzeltmektedir. Böylece enflasyon kontrol altına alınmaktadır. İkincisi, eğer bu stratejiye kamuoyu ve piyasalar tarafından güven duyulacak olursa, enflasyon oranı para biriminin bağlandığı ülke enflasyon oranına sabitlenecektir. Üçüncüsü, zaman tutarsızlığı probleminin oluşmasını önleyici otomatik bir para politikası kuralı sunmaktadır. Şöyle ki, para birimi değer kaybetmeye başlayınca sıkılaştırıcı para politikası uygulanmakta, para biriminin değer kazanması durumunda da para politikasının gevşetilmesini sağlamaktadır. Dördüncüsü, kamuoyu tarafından rahatlıkla anlaşılabilir düzeyde basit ve açıktır(Mışkım, 2014:242). Bununla birlikte, bu stratejinin avantajlarını çoğaltacak olursak: Para arzı, hedeflenen döviz kuruna göre ayarlandığı için MB üzerindeki politik baskıları azaltmaktadır. Bu rejimin uygulandığı dönemlerde siyasal iktidarlar, merkez bankasının kaynaklarına başvuramazlar dolayısıyla parasal genişlemeye yol açamazlar. Kurların belli bir oranda sabitlenmesi, iktisadi birimlere daha sağlıklı bir öngöründe bulunma şansı vermektedir. Kurun hangi oranda artacağını bilen tacirler, ithalat ve ihracat sözleşmelerini gönül rahatlığıyla imzalamaktadırlar. Döviz kuru hedeflemesiyle dış ticarete belirsizlikler azalma göstermektedir(Orhan ve Erdoğan, 2015:295).

Döviz kuru rejiminin yukarıda değindiğimiz avantajlarının yanı sıra sisteme yapılan birtakım eleştiriler de mevcuttur. Bu eleştirilere değinecek olursak: Birincisi, bu rejimi uygulayan ülke merkez bankasının, ekonomide oluşabilecek şoklara cevap verme imkanı ortadan kalkacaktır. İkincisi, bu rejimi uygulayan ülkelerde süregelen enflasyonist eğilimler sonucu iç ve dış enflasyon farklılaşacak, bu da yatırımcının devalüasyon beklentilerini tetikleyecektir. Üçüncüsü, bu strateji en başında hızlı bir sermaye girişine sebebiyet verecek, böyle bir atmosferde de devalüasyon kaçınılmaz hal alacaktır. Bu durumda borçlarını döviz üzerinden alan finansal kurumlar ve firmalar geri ödemekte zorluk çekecekler bu da finansal krizleri tetikleyecektir(Paya,

2013:197). Dördüncüsü, döviz kuru hedeflemesini uygulayacak olan ülkeler, gerekli kurumsal ve yapısal düzenlemeleri yapmalıdırlar. Böylece iktisat politikaları aksi yönde yönlendirilmemiş olacaktır. Aksi takdirde yerli paranın değerlenmesi ile ithalat artarken ihracat azalacak bu da dış açıkların genişleyeceği anlamına gelecektir. Paranın aşırı değerlenmesi sonucu bireylerde ise devalüasyon beklentileri oluşacaktır. Beşincisi, sabit kur rejimi uygulayan ekonomilerde, şayet kamu veya özel sektör döviz cinsinden borçlanmışsa, yerli paranın devalüe edilmesi halinde, borçların reel değerinde artışa sebep olacaktır. Bu da geri ödemede sıkıntı yaratarak finansal kriz olasılığını arttıracaktır(Orhan ve Erdoğan, 2015:295).

Döviz kuru hedeflemesinin avantajları kadar sakıncalarının da mevcut olduğu aşıkardır. Tam dolarizasyon şeklinde uygulanan döviz kuru hedeflemesinde, merkez bankasının bağımsız para politikası uygulama yetkisi bulunmamaktadır. Yine, yerli parasını düşük ve istikrarlı enflasyona sahip bir ülkeye bağlayan ülke, aynı zamanda o ülke ile faiz oranları konusunda iç içe bir ilişkiye girmiş olmaktadır. Bu da, yerli paranın değerinin bağlanmış olduğu ülkede herhangi bir şok veya kırılmalıkların oluşması durumunda, diğer ülkenin de bundan rahatlıkla etkilenmesine sebep olmaktadır. Bir diğer durum ise, bu rejimin başarısı şeffaf olması şartına bağlıdır, aksi halde finansal krizler kaçınılmaz olacaktır(Sökmen, 2017:45). Bu problemin çarpıcı bir örneği 1990 yılında Doğu Almanya ve Batı Almanya'nın birleşmesi ile meydana gelmiştir. Doğu Almanya'yı yeniden inşa etmek amacıyla oluşan mali genişleme, 1991 Şubat ayına kadar uzun dönem faizlerin ve 1991 Aralık ayına kadar da kısa dönem faizlerin artmasına sebep olmuştur. Bu da para birimlerini Alman Mark'ına bağlayan ülkelerde faizlerin yükselmesi ile sonuçlanmıştır. Ekonomik büyümeler yavaşlamış ve işsizlik artmıştır. Fransa'nın yaşamış olduğu durum da tam olarak böyledir(Mışkın, 2014:244).

2.1.1.3. Faiz Oranı Hedeflemesi

Para otoritesinin enflasyon araçları ve üretimi göz önüne alarak, söz konusu bu değişkenlerdeki değişime göre faiz oranlarının ayarlandığı bir para politikası stratejisidir. Enflasyon açığında ve çıktıda beklenmedik bir düşüş meydana geldiğinde,

bir para politikası aracı olan faiz oranları ara hedef olarak kullanılmaktadır(Canbay, 2018:175). Merkez bankası tarafından kısa vadeli bir faiz oranının ara hedef olarak belirlenip para miktarının serbest bırakıldığı bu stratejinin temel zaafı, ekonomik aktivitelerle uyumlu bir faiz oranının belirlenmesinin zorluğudur. Teorik temelleri de pek güçlü olmadığından bu strateji uygulamaya pek konu olmamıştır(Paya, 2013:200).

2.1.2. Nihai Hedef Yaklaşımı

2.1.2.1. Nominal GSYİH Hedeflemesi

Nominal GSYİH hedeflemesi, hükümet veya merkez bankasınca belirlenen hedef bir nominal geliri, belli bir noktada tutmak için uğraşılan para politikasıdır. Bu stratejinin, kimi çalışmalarda J. Meade, kimi çalışmalarda ise, McCallum tarafından ortaya atıldığından bahsedilmektedir. Reel gelir ile fiyatlar genel düzeyinin çarpımı Nominal Gelir'i vermektedir. Bu sebeple de nominal gelir hedeflemesinde, fiyatlar genel düzeyi ile reel gelir eşanlı hedeflenmektedir. Bu strateji, hem fiyatlara hem de çıktıya ağırlık vermektedir. Nominal gelir hedeflemesinin uygulanması sırasında, planlanan reel gelirin artışında bir azalma, para otoritelerinin enflasyon hedefinde otomatikman artışa sebep olacaktır. Para otoriteleri, bir nominal gelir hedef ortaya koyarak çıktı ile enflasyon arasında otomatik bir değiş tokuş meydana getirmektedir. Şayet yüksek bir enflasyon oranı olursa, enflasyonun olmadığı duruma nazaran daha düşük bir çıktı hedeflenecek demektir(Temel, 2007:41).

ABD Merkez Bankası (Federal Reserve), 1970'li yılların ortalarına doğru bir parasal hedef aralığı belirlemiş ve bu aralık çerçevesinde parasal büyüklüklerin büyümesini kontrol etmiştir. Ancak, son dönemlerde parasal büyüklüklerin politika göstergesi olma özelliği sarsıntıya uğramıştır. Bunun nedeni olarak ise, finansal piyasalardaki yenilikler ve bu piyasaların düzenlenmesi ve denetlenmesinin ihmali gösterilebilir. Yine bir başka neden olarak, parasal toplamaların yanlış sinyal vermesi ve bu yüzden de güvenin azalması gösterilebilir. Örneğin, 1992-1993 yıllarında ABD'de M2'nin düşürülmesi sonucu resesyon beklenirken tam tersi ekonomi %3,3 büyümüştür. Bunun üzerine, para politikalarında parasal büyüklükleri politika göstergesi olarak kullanmak yerine, nominal GSYİH'nın kullanılabileceği görüşü yaygınlaşmıştır(Parasız, 2009:443-444).

Nominal GSYİH hedeflemesi, daha öncelerde de nominal gelir hedeflemesi olarak bilinen bu uygulamanın tekrardan gündeme gelmesinin nedenini irdeleyecek olursak: Gelişmiş ülkelerde yaşanan 2008 Küresel Finans Krizi sonucu, bu ülkelerde işsizlik ciddi bir şekilde artarken ekonomide de bir o kadar daralma gözlemlenmiştir. Tüm bunlara tepki olarak nominal faizler çok düşük seviyelere çekilmiştir. Ancak bu pek işe yaramamıştır. Enflasyonun da çok düşük seviyelerde olması sebebiyle, reel faizlerle büyümeyi gerçekleştirmek zorlaşmıştır. Yani ekonomi likidite tuzağındadır. Böyle bir durumda para politikası etkisiz kalmaktadır. Şayet maliye politikası da örneğin, kamu borcunun aşırı yüksek olması gibi bir nedenle talebi arttırıcı bir etki yaratamıyorsa artık başka bir çıkış bulunmalıdır fikri yaygınlaşmaya başlamıştır. Nominal GSYİH hedeflemesi çıkış yollarından biri olarak dikkat çekmiştir. Bu hedeflemeyi savunanlara göre, potansiyel büyüme oranı ve fiyat istikrarını sağlamak için gerekli enflasyon oranının bilindiği bir ekonomide, bu iki büyüklüğü kullanarak, uzun dönem nominal GSYİH büyüme oranını belirlemek kolay olacaktır. Yine likidite tuzağına düşmüş bir ekonomide, yüksek bir nominal GSYİH büyüme hedefi koyarak genişletici para politikası uygulanabilecektir. Böylece enflasyon kontrollü bir biçimde yükselirken reel faizler düşmeye başlayacaktır. Diğer yandan da kredi arzı ve varlık fiyatları artacak ve böylece bir süre sonra reel büyümede yükselme gözlenecektir(Özatay, 2018:414).

Enflasyon hedeflemesine de benzetilen nominal GSYİH hedeflemesinde amaç, para disiplini için kredibilite kazandırmak, fiyat istikrarını sürdürmek, enflasyon oranlarını düşürmektir. Bu stratejide fiyat istikrarını sağlamanın yanında üretimde istikrar da önemsenen bir konudur. Para otoritelerinin nominal GSYİH hedeflemesini benimsemelerinin temelde iki nedeni vardır. Bunlardan ilki, 2008 Küresel Finans Krizi döneminden önceki üretim ve istihdamı tekrardan yakalayabilmektir. İkincisi ise, finansal kriz sonrasında gelişmiş ülkelerde nominal faizler sıfıra yakın olmasına rağmen büyümede istenilen trendin yakalanamamasıdır. MB bu stratejide üretimde ve fiyatlarda istikrarı sağlamak için para arzını kontrol etmekte ayrıca hedef bir gelir düzeyi belirleyerek para politikası araçlarını bu hedefe uygun bir biçimde yönlendirmektedir(Canbay, 2018:172).

Bazı iktisatçılara göre merkez bankasının sadece enflasyon üzerinde yoğunlaşması çok daha büyük çıktı dalgalanmalarına sebebiyet verebilecektir. Bu yüzden de enflasyon hedeflemesine alternatif olarak nominal GSYİH hedeflemesini önermişlerdir. Bu öneriye göre MB, enflasyon yerine nominal GSYİH büyüme oranını hedeflemelidir. Böylece hem üretime hem de enflasyona ayrı ayrı önem verilmiş olacaktır. Bu stratejiye göre, planlanan reel büyüme oranlarındaki bir azalış otomatik olarak para otoritelerinin enflasyon hedeflerinde artışa akabinde de otomatikman genişletici bir para politikasına neden olmaktadır. Böylece istikrar sağlanmış olacaktır(Mışkı, 2000:158).

Nominal GSYİH hedeflemesinin para otoritelerine para politikalarını oluşturmada rehberlik edebilecek iki özelliği mevcuttur. Birincisi, bu strateji ile toplam talepte meydana gelebilecek karışıklıklar dengelenebilecektir. Kısa vadede negatif bir talep şokunun yaşandığını düşünelim. Örneğin, ihracatta ciddi bir düşüş olsun. Ekonomide durgunluk belirecektir. Reel GSYİH'daki büyüme, ardından nominal GSYİH'daki büyüme yavaşlayacaktır. Böylece Nominal GSYİH hedeflenen değer altında seyretmiş olacaktır. Bu durumda MB, gevşek para politikası uygulayarak toplam talebi canlandıracaktır. Böylece hem talep hem de reel GSYİH büyümesi başlangıç seviyelerine döndürülebilecektir. İkincisi, politika yapıcıları için bir ikilem olan enflasyon ve reel GSYİH büyümesinin istikrarı konusudur. Bu stratejide her ikisine de önem verilerek bu sorun çözüme kavuşturulmuş olacaktır(Canbay, 2018:173).

Son yıllara bakıldığında dezenflasyonun yarattığı maliyetlerden ötürü, para otoritelerinin enflasyon hedeflemesinden ziyade, Nominal GSYİH seviyesini veyahut artış oranını hedeflemesi gerektiği üzerinde durulmaktadır. Böyle düşünmeye sevk eden nedenler ise şunlardır: Enflasyon hedeflemesinde, nominal GSYİH'yı belirlemeye çalışırken reel büyüme ile enflasyon oranlarını ayırıp, her ikisini de belirleyen reel ve nominal değişkenler arasındaki karmaşık yapıyı çözmek gerekmektedir. Oysa ki GSYİH'yı hedeflemek tüm bunlara göre çok daha kolaydır. Bir diğeri ise, üretimin para politikalarına vermiş olduğu tepki fiyatlara göre daha erken ve hızlıdır. Bu sebeple kısa dönemde GSYİH hedeflemesi üretimi istikrarlı kılma

konusunda enflasyon hedeflemesine nazaran daha başarılı olacaktır(Yay, 2012:301-302).

Nominal GSYİH hedeflemesinin uygulanmasına baktığımızda; gerçekleşen nominal hasıla hedeflenen değerinin üzerinde kalırsa parasal taban düşürülecek, altında kalırsa da parasal taban artırılarak hedefe uyarlamaya çalışılacaktır. Bu stratejide parasal taban örtük bir kural olarak uygulanmaktadır(Canbay, 2018:172). Nominal GSYİH'daki değişmelerin kısa dönemde enflasyon ile yakından bir ilişkisi yok iken, uzun dönemde ise, tam tersi bir durum söz konusudur. Şöyle ki, kısa dönemde nominal GSYİH'daki artış reel GSYİH'da benzer bir artışa sebep olmaktadır. Uzun dönemde reel GSYİH sabit bir büyüme oranına sahip iken, nominal GSYİH'daki artış enflasyonda da artışa sebep olacaktır. Örneğin; reel GSYİH'da %2,5'lik bir büyüme trendi yakalanmışsa, para otoritesi nominal GSYİH'yı %3,5 oranında arttırmak suretiyle uzun dönem enflasyon oranını %1 olarak amaçlayacaktır(Parasız, 2009:443-444).

$$\text{Nominal GSYİH} = \text{Reel GSYİH} + P$$

Nominal GSYİH hedeflemesi, gelişmiş ülkeler için önerilse de gelişmekte olan ülkeler açısından önemli bir para politikası stratejisidir. Bunun nedeni ise, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik yapısında yatmaktadır. Bu ekonomilerde sık yaşanan arz ve dış ticaret şokları sonucunda daha önceden ilan edilmiş olan enflasyon hedefleri tutturulamayacağından para politikasına duyulan güven azalmakta bu da enflasyonist beklentileri arttırıcı etki yaratmaktadır. Oysa nominal GSYİH hedeflemesinde bu şokların etkilerini enflasyon ve reel GSYİH'a bölerek oluşabilecek etki yumuşatılmaktadır. Bu da bize nominal GSYİH'nın bu tür şoklara karşı daha işlevsel olduğunu göstermektedir(Canbay, 2018:173).

2.1.2.1.1. Nominal GSYİH'nın Avantajları ve Dezavantajları

Nominal GSYİH hedeflemesinin avantajlarına değinecek olursak: Birincisi, ani şoklara karşı dayanıklı ve sürdürülebilir bir stratejidir. İkincisi, ekonomi likidite tuzağında olsa dahi, merkez bankasına uzun vadeli hedeflerinde değişikliğe gitmeden, ileriye dönük gevşek para politikası uygulayabilmek için hareket alanı sunmaktadır.

Üçüncüsü, kısa dönemde nominal GSYİH'daki bir artış sonucu, nominal ücretler esnek olmadığından karlılık artacak bu da uzun dönemde ücretlerin yükselmesine neden olacaktır. Böylece bu strateji ile emek piyasasında istikrar sağlanabilecektir. Dördüncüsü, nominal GSYİH'da meydana gelebilecek olan bir düşüşe para arzı ve enflasyon eşlik ederek otomatik olarak reel faizlerin azalmasına ve büyümenin tekrardan hızlanmasına sebep olacaktır(Canbay, 2018:174).

Öz itibariyle enflasyon hedeflemesine yakın olan nominal GSYİH hedeflemesi, avantajlarının yanı sıra bir takım dezavantajlara da sahiptir. Birincisi, bu strateji merkez bankasına potansiyel (uzun dönemli) GSYİH büyümesine ilişkin hedefleri ilan etmesini zorunlu kılmaktadır. Bu da sorunları beraberinde getirmektedir. Çünkü potansiyel GSYİH büyümesine ilişkin tahminler hem kesin olarak tayin edilememekte hem de bu tahminler zamanla değişim göstermektedir. Bu da merkez bankasının kesin olmayan bir tahmini paylaşarak halkı yanlış yönlendirmesine sebep olmaktadır. Ayrıca potansiyel büyüme oranlarını ilan etmek son derece sıkıntılı bir süreçtir. Çünkü halkın uzun dönem büyüme oranlarını düşük bulma olasılığı vardır. İkincisi, GSYİH verilerinin toplanması bir nebze iyileştirilmiş olsa da, nominal GSYİH'yı ölçebilmek için, cari miktarlara ve de cari fiyatlara ihtiyaç vardır. Bu bilgilerin zamanında toplanması bu süreci zorlaştıran bir durumdur. Üçüncüsü, halk reel GSYİH ile nominal GSYİH kavramlarını birbirine karıştırabilmektedir. Ayrıca halk tüketici fiyatlarındaki enflasyon konusuna daha yatkındır, daha kolay anlamaktadır. Bu da halk ile olan iletişimi güçlendirmekte dolayısıyla hesap verilebilirlik mekanizması daha işlevsel bir boyut almaktadır. Son olarak da enflasyon hedeflemesi ile kıyaslandığında, kısa dönemde enflasyonu sağlamakta pek etkin olamamaktadır. Çünkü enflasyon hedeflemesi, para otoritelerine kısa dönemde ciddi bir politika esnekliği sağlamaktadır(Mışkın, 2000:158-159). Tüm bunlar birlikte değerlendirildiğinde nominal GSYİH hedeflemesi ile enflasyon hedeflemesinin birbirlerine alternatif sayılabilecek avantajlara sahip olmasına rağmen, enflasyon hedeflemesi stratejisi daha çok tercih edilmektedir(Yay, 2012:302).

2.1.2.2. Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının uzun dönem nihai hedefi olan fiyat istikrarını sağlamak amacıyla hedeflemiş olduğu enflasyonu halka ilan ederek yürütmüş olduğu bir para politikası stratejisidir(Yiğitbaş, 2009:212). Bu stratejide, kamuca belirlenmiş olan bir enflasyon oranı “çıpa” olarak kullanılmaktadır. Bu stratejinin ana hatlarına değinecek olursak(Keyder, 2002:459–460):

- i. Orta vadeli enflasyon oranları kamu tarafından hedef olarak belirlenmektedir.
- ii. Para politikasının temel hedefinin uzun dönemde enflasyonu düşürmek olduğu yönünde açıklama yapılmaktadır.
- iii. Uygulama sürecindeki program ile alakalı sürekli bilgi aktarımı sağlanmaktadır.
- iv. MB, enflasyon hedefini tutturamaması durumunda hesap verecek konuma getirilmektedir.

Enflasyon hedeflemesini kullanışlı bir politika stratejisi kılan nedenlerden birincisi, bu stratejide para politikası ortalama 1-2 yıllık tanımlanarak, düşük ve istikrarlı enflasyon oranının yakalanması mümkün olacaktır. Para politikası işsizlik, büyüme, reel faiz ve döviz kuru gibi hedeflere ulaşmak için kullanılmamaktadır. İkincisi, fiyat istikrarıyla fiyat sistemi daha şeffaf hale gelmekte, bu da uzun vadeli yatırımları engelleyecek olan belirsizlikleri ortadan kaldırmaktadır(Canbay, 2018:163).

Enflasyon hedeflemesinin potansiyel sorunlarına değinecek olursak; öncelikle döviz kuru ve parasal hedeflemede olduğu gibi EH merkez bankası tarafından kolaylıkla kontrol altına alınamamaktadır. Bu da özellikle yükselen ekonomilerde, yüksek enflasyon oranının aşağı çekilmesi ve de enflasyon oranlarının tahmin edilmesi konusunda ciddi zorluklar yaratabilmektedir. Diğer bir potansiyel sorun ise, EH kamu ve piyasalara hemen sonuç vermemektedir. Bunun nedeni de para politikasında uzun dönemli gecikmeler sonucu enflasyona dair çıktılar uzun bir dönem sonra açığa çıkmaktadır(Mışkın, 2014:258).

Enflasyon hedeflemesinde iki noktayı önemle vurgulamak gerekmektedir (Keyder, 2002:460):

a) Bu stratejide, para politikası kuru etkilemek için kullanılamaz, çünkü belirli bir kur hedefi koymak enflasyon hedefi ile çelişebilir. Bu stratejide kur serbest piyasa koşullarında belirlenmektedir. Para otoritesinin birinci derecede önem verdiği hedefi, enflasyonu kontrol altına alabilmektir. Para otoriteleri ileriye dönük kur garantisi veremeseler de enflasyon düştükçe kurun da daha istikrarlı olması beklenmektedir.

b) Para politikası uygulamalarının enflasyon üzerindeki etkisi bir süre sonra ortaya çıkacağı için para politikası ile ilgili kararlar ileriye dönük olmalı yani beklenen enflasyon hedefine uygun oluşturulmalıdır. Bu bağlamda, bu stratejinin başarısı için güven çok önemlidir. Bu güven de ancak enflasyon hedefinin tutturulması ile sağlanabilecektir.

2.2. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi

2.2.1. Enflasyon Hedeflemesinin Ortaya Çıkışı

Bankacılar ve ekonomistler arasında son yıllarda rağbet gören enflasyon hedeflemesinin kaynağına indiğimizde; 1970'lerde para arzının büyümesine dair hedeflerin belirlenmesi, 1980'li yıllarda enflasyon oranlarını düşürme çabaları ve son yıllara baktığımızda da merkez bankalarına bağımsızlık kazandırma çabalarıdır diyebiliriz. Bu strateji adından da anlaşılacağı gibi, düşük ya da sabit bir hedef enflasyon oranının açık bir biçimde kabul edilmesidir. Bu stratejinin önem taşıyan bir diğer özelliği ise, MB para politikasını oluştururken planlarını ve hedeflerini kamuya açık bir şekilde iletmede ve bu anlamda da hedeflere ulaşıp ulaşılmaması konusunda hesap verme mekanizması işlemektedir. Bu strateji son yıllarda birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde kabul görmüştür. Tablo(5)'te bu stratejiyi uygulayan ülkelerdeki belirli planlar hakkında detaylı bilgi verilmektedir. Tabloda da görüldüğü üzere, enflasyon hedefleri tek rakam yerine bir aralık şeklinde belirlenmektedir. Örneğin %1-3 gibi. Yine, 1-4 yıl arasında değişen yatay düzlemde bu hedefler duyurulmaktadır(Bernanke ve Mishkin, 2014:219).

Tablo 5: Enflasyon Hedeflemesinin Operasyonel Yönleri

Ülke (geçiş tarihi)	Hedef Tanımı	Hedef Seviyesi (yüzdelerlik yıllık enflasyon)	Zaman Boyutu
Avusturya (1993)	Temel Tüketici Fiyatları Endeksi meyve ve sebze, petrol, faiz, kamu sektörü Fiyatları ve diğer değişken fiyatlar hariç)	2-3	Devam ediyor
Kanada (Şubat 1991)	Çekirdek Tüketici Fiyatları Endeksi (gıda, enerji ve dolaylı vergilerin ilk etkileri)	1-3	18 ay
Finlandiya (Şubat 1993)	Temel Tüketici Fiyatları Endeksi (devlet teşvikleri, dolaylı vergiler, ev fiyatları ve mortgage faiz ödemeleri)	2 civarı	Devam ediyor
İsrail (Aralık 1991)	Tüketici Fiyat Endeksi	8-11	1 yıl
Yeni Zelanda (Mart 1990)	Temel Tüketici Fiyat Endeksi (dolaylı vergilerdeki değişiklikler ile hükümet değişiklikleri, ithalat ve ihracat fiyatlarındaki önemli değişiklikler, faiz, doğal afetler)	0-2 (Kasım 1996'ya kadar- sonra 0-3)	1 yıl
İspanya (Ocak 1995)	Tüketici Fiyat Endeksi (dolaylı vergilerin ilk etkileri)	3'ün altında	1997 boyunca
İsveç (Ocak 1993)	Tüketici Fiyat Endeksi	2 ± 1	Devam ediyor
İngiltere (Ekim 1992)	Enflasyondan arındırılmış perakende fiyatları (mortgage faiz ödemeleri hariç perakende fiyatlar)	1997 ilkbaharına kadar 1-4'ün düşük yarısı; sonrasında 2,5	Bu parlamento sonuna kadar veya daha az

Kaynak: Bernanke ve Mishkin, 2014:220

1970'li yıllarda yaşanan petrol krizi ile petrol fiyatlarındaki ciddi artış küresel enflasyonu doğurmuştur. Ardından gelen yıllarda ise, merkez bankalarının enflasyonla mücadele konusunda gerekli kararlılığı göstermemesi enflasyon beklentilerinin yükselmesine sebep olmuştur. Bu dönemde ortaya çıkan, stagflasyon olarak adlandırılan yüksek enflasyon düşük büyüme durumu, politika yapıcılarının enflasyonla mücadelede bir taahhütte bulunarak bu taahhütlerine bağlı kalmalarının önemini ortaya koymuştur. Merkez bankaları artık enflasyon olgusuna tam olarak odaklanmalıdır görüşü yaygınlaşmıştır. Bu süreci 1980'li yıllardaki akademik yazınlar da desteklemiş ve ortak bir paydada buluşulmuştur. Buradan hareketle

günümüze geldiğimizde yaygın olan görüş, merkez bankasının nihai amacı fiyat istikrarını sağlamak ve bu istikrarı sürdürmek olmalıdır. Bu ortak görüşün varlığına rağmen, nihai amaca ulaşma konusunda net bir görüş birliği sağlanmadığından birçok alternatif rejimler uygulamaya konulmuştur. Bunlardan en yaygın olanları ise döviz kuru hedeflemesi ve parasal büyüklük hedeflemesidir(Kara ve Orak, 2008:3).

1990'lı yıllara gelindiğinde, parasal büyüklükler ile enflasyon arasındaki kısa vadeli ilişkinin istikrarsızlaşması, bu büyüklüklerin ara hedef olarak güvenilir kabul edilmemesine sebep olmuştur. Finansal araçların çeşitlenmesi ve para tanımını standarda bağlamanın güçleşmesi, parasal hedeflemede önem arz eden hedef büyüklük olan talep ile enflasyon arasındaki bağı iyice zayıflamasına yol açmıştır. Oysa enflasyon hedeflemesine baktığımızda, para talebi ile enflasyon arasındaki ilişkinin çok ciddi bir önemi bulunmamaktadır. Yine benzer bir şekilde, döviz kuru rejiminin enflasyonu kontrol etmekte başarısız olmasının, dolayısıyla daha az tercih edilmesinin nedenlerine bakacak olursak, artan sermaye akımları sonucunda spekülasyon saldırganlardan döviz kurunun korunamaması, döviz kuru rejimini uygulayan ülkelerde faiz oranlarının çapa kabul edilen ülkedeki gelişmelere göre belirlenmesi ve bunun da bağımsız para politikası uygulamasına engel olmasıdır diyebiliriz. Sonuç olarak da ekonomideki şoklara esnek bir tepki verilememesi gibi nedenlerden dolayı, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu birçok ülke bu stratejiyi terk etmiştir(Kara ve Orak, 2008:4).

1990'lar boyunca süre gelen bir tartışma olan sabit döviz kuru sistemi ve parasal hedeflemenin yetersizliği konusu, aktif politikalara olan istekleri arttırmıştır. Aktif politikalara göre, MB kısa vadeli faiz oranlarını kendi takdirine bağlı olarak kullanmalı ve daha düşük, aynı zamanda istikrarlı bir enflasyon oranını yakalayabilmek için fiyat istikrarına yönelik politikalar oluşturmalıdır (Öztürk,2009:192). Merkez bankasının fiyat istikrarına yönelik politikalara yönelme sebeplerini daha da açacak olursak, MB sadece üretimi arttırıp ve tam istihdamı sağlamak amaçlarına yöneldiğinde, bir yandan istediği çıktıyı elde edememek gibi problemleri doğururken, diğer yandan da yüksek enflasyon problemiyle karşı karşıya kalacaktır. Tüm bu sebeplerden ötürü özellikle 1980'li yıllardan itibaren merkez

bankası fiyat istikrarı hedefine yönelmiştir. Bu nedenle de hedef bir enflasyon belirleyip bu hedefe ulaşmayı amaçlamıştır(Sökmen, 2017:45).

EH stratejisinin birçok açıdan performansı kayda değer bir şekilde başarılıdır. Bu stratejiyi uygulayan ülkeler hem enflasyon oranlarını hem de enflasyon beklentilerini azaltmıştır. İlâveten de düşürülen enflasyon oranları tekrardan yükselişe geçmemiştir. Yine bu strateji, enflasyon kaynaklı şokların da etkilerini iyileştirmektedir. Örneğin, 1991 yılının şubat ayında, enflasyon hedeflemesinin uygulanmasından kısa bir süre sonra Kanada Merkez Bankası yeni bir dolaylı vergi ile karşı karşıya kalmıştır. Bu durum önceden olmuş olsa idi, bu tarz bir hamle, arz şoklarına o da enflasyonun artışına neden olabilirdi. Bunun yerine ise, vergi sonucu enflasyon oranı bir seferliğine artmış iken; ikinci seferde vergi artışı enflasyonu arttıramamış, ancak üçüncü seferde ücretleri arttırmış bu da enflasyonda kalıcı bir yükselmeye sebep olmuştur(Mışkın, 2014:257).

Sonuç olarak denilebilir ki, yeni finansal araçların ortaya çıkması, sermaye hareketlerindeki artış, liberalleşmenin de etkisiyle paraya olan talep düşmektedir. Bu da istikrarsızlık problemini doğurmaktadır. İşte tüm bunlardan dolayı MB enflasyon hedeflemesini uygulamaya giderek, makul oranlarda enflasyonla fiyat istikrarını sağlamaya çalışmıştır. Bu sebepten, dinamik bir ekonomik ortamda enflasyon hedeflemesinin önem kazanması doğal karşılanmalıdır(Yılmaz, 2005:86).

2.2.2. Enflasyon Hedeflemesinin Tanımı

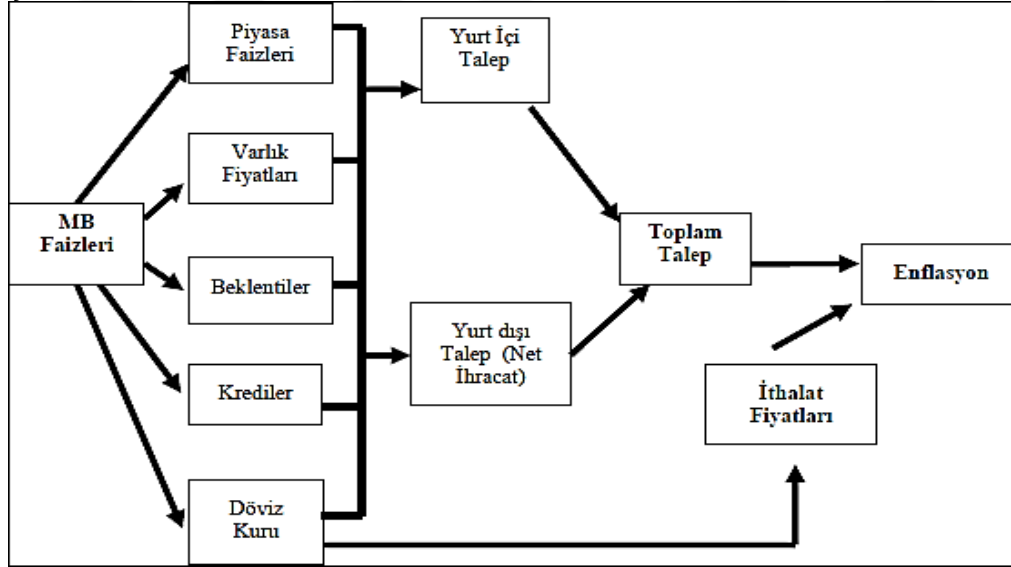
Hükümet, merkez bankası ya da her ikisinin eş güdümlü hareket etmesi ile belli bir zaman aralığında gerçekleştirmek istedikleri enflasyon hedefinin ya da hedef aralığının ilan edildiği stratejiye enflasyon hedeflemesi stratejisi denir(Yılmaz, 2005:87). Ancak Mışkın'e göre enflasyon hedeflemesinin çok daha kapsamlı bir içeriği vardır. Bunlar(Mışkın, 2000:150):

- Kamuya orta vadeli bir enflasyon hedefi ilan edilmektedir,
- Para otoriteleri, uzun dönem amacının fiyat istikrarı olduğu konusunda taahhüt vermektedir,
- Para politikası belirlenirken parasal büyüklüklerin yanında diğer birçok değişkenler de kullanılmaktadır,

- Para politikasının amaçları konusunda halka gerekli bilgilendirmeler yapılarak şeffaflık sağlanmaktadır,
- Merkez bankası hedeflerine ulaşmada sorumluluk taşımaktadır.

EH rejimi özünde, “Parasal Aktarım Mekanizmasına” dayanmaktadır. MB para politikasını yürüterek, toplam talep ve beklentiler yoluyla enflasyonu etkilemektedir. Para politikası araçlarını kullanan MB kısa vadeli reel faiz oranlarıyla, gecikmeyle toplam talebi etkilemekte, toplam talep de toplam arzla oluşan dengesiyle, gecikmeyle enflasyonu etkilemektedir. Öte yandan beklentiler cephesine baktığımızda, MB para politikasıyla piyasalarda ücret ve fiyatların oluşumunda rol alarak enflasyonist beklentileri ve enflasyonu etkilemektedir. Açık bir ekonomiden bahsedildiği için döviz kurunu da bu aktarım mekanizmasının içine dâhil etmek gerekecektir. Döviz kuru bu süreçte yerli ve yabancı malların nispi fiyat yapılarını etkilemek suretiyle iç ve dış talebi ve dolayısıyla tüketici fiyatlarını etkilemektedir(Acet, 2009:25).

Şekil 3: Geleneksel Aktarım Mekanizması



Kaynak: Acet, 2009:26

Enflasyon hedeflemesi teoride, merkez bankasının fiyat istikrarı hedefi ile tutarlı ekonomik aktiviteleri belirlemesini gerektirir. Burada MB enflasyonu kontrol etmeye odaklanmış olduğundan, bu stratejinin amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Fakat uygulamaya baktığımızda MB bu stratejiyi uygularken, nihai hedef olan fiyat

istikrarı ile faiz oranlarını uyumlu şekilde ayarlaması gerekmektedir. Bunu sağlamak için de para arzının büyümesi dahil enflasyon üzerinde etkisi olan tüm değişkenleri takip etmektedir. Yani faiz oranını, nihai hedefe ulaşmak için politika aracı olarak kullanmaktadır(Canbay, 2018:161).

Enflasyon hedeflemesinde öncelikle orta vadeli bir enflasyon hedefi belirlenmekte sonra ise gelecekte bir enflasyon oranı tahmin edilmektedir. Hedeflenen enflasyona ulaşabilmek için kullanılacak politika aracı kısa vadeli faiz oranlarıdır. Svensson'a(1998) göre enflasyon hedeflemesi üç özelliğe sahiptir. Bunlar; açık bir şekilde ortaya konulmuş nicel enflasyon hedefi, iç koşullu enflasyon tahminini ara hedef değişken olarak kullanan bir işletme prosedürü ve yüksek düzeyde şeffaflık ve hesap verebilirliktir. Buradan çıkan sonuç ise para politikasının çerçevesi değişerek, hiçbir ara hedefin kullanılmadığı, ileriye dönük önleyici yöntemlerin yer aldığı orta vadeli enflasyon tahminine dayalı bir hal almıştır(Canbay, 2018:162).

Enflasyon hedeflemesi rejimi, MB tarafından hedeflenen enflasyonun geleceğe yönelik olarak bir nokta ya da band şeklinde ilan edilip para politikası araçlarının bu hedef doğrultusunda kullanılmasıdır. Bu rejimi diğer alternatif para politikalarından ayıran en önemli özellik ara hedefe ihtiyaç duyulmadan uygulanıyor olmasıdır. MB hedeflenen enflasyon ile beklenen enflasyon arasındaki sapmalara göre para politikası araçlarını kullanmaktadır. Hedefin tutturulması noktasında hükümete ve kamuoyuna hesap vermek ile yükümlüdür. Bu stratejide para otoritesi bir nokta ya da aralık hedef belirlemekte; diğer tüm para politikası araçları da bu hedefe kilitlenmektedir. Ekonomide öngörülmeleyen şoklar gerçekleştiğinde, örneğin petrol fiyatlarında ani değişim veya uluslararası likiditedeki oynaklık gibi belirsizlikler karşısında kalan merkez bankaları hedefi tutturmada problem yaşamaması için genellikle nokta hedef yerine aralık hedef koymayı tercih etmektedirler(Doğru ve Savrul, 2013:19).

Friedman ve Kuttner'e(1996) göre enflasyon hedeflemesi, katı bir politika olarak tanımlanmaktadır. Oysa ki enflasyon hedeflemesini bir para politikası kuralı türü olarak kabul etmek, bu stratejinin yanlış tanımlanmasıdır. Şöyle ki; teknik anlamda baktığımızda bu strateji merkez bankasına basit ve mekanik operasyonel talimatlar vermediğinden, bir para politikası kuralı olarak kabul edilemeyecektir. EH,

merkez bankasına enflasyon hedefine ulaşmak için gerekli bütün bilgilerle birlikte ekonominin yasal ve yapısal modellerini kullanmayı emretmektedir. Yani MB, basit politika kurallarında olduğu gibi hedefler için gerekli bilgiyi görmezden gelememektedir. Bir diğeri ise, MB her ne kadar orta ve uzun vadeli enflasyon hedeflerinin yol açtığı kısıtlara maruz kalsa da, bu kısıtlar içinde kendine yeteri kadar geniş bir alan bıraktığından işsizliğe, döviz kurlarına cevap verebilecek durumdadır(Bernanke ve Mishkin, 2014:228).

Enflasyon hedeflemesinde, Mishkin'e göre esnekliğin unsurlarına bakacak olursak: Birincisi, EH uygulanırken, hedef aralığının tavan ve tabanının tanımlanması avantajı sağlamaktadır. Böylece reel ekonomide istikrar sağlamak kolaylaşacaktır. İkincisi, ekonomide talep şoklarının meydana geldiği durumda, toplam talepte ciddi bir azalma enflasyonu hedef aralığının altına indirebilecektir. Enflasyon hedefini uygulayan MB talepteki bu azalmalara karşı cevap verme esnekliğine sahiptir. MB enflasyon beklentilerinin artacağı kaygısı taşımadan gevşek para politikası uygulayarak talepte azalmanın önüne geçebilecektir. Üçüncüsü, ekonomide bir arz şoku yaşandığında örneğin, enerji veya hammadde arzında kısıtlamalar meydana geldiğinde, MB daha önceden belirlediği enflasyon hedefinden ve politikalarından sapma gösterebilecektir(Mishkin, 2000:158).

2.2.3. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisini Uygulayan Bir Merkez Bankasının Amacı

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan bir merkez bankasının temelde amacı, enflasyon oranlarını hedeflenen enflasyon oranlarına yaklaştırmaktır. Buna ilave amaçlar da eklenebilir. En yaygın olanı, üretim düzeyi ile potansiyel üretim düzeyi arasındaki farkı en aza indirmektir. Bu farka "çıktı açığı" denilir. Çıktı açığının pozitif olduğu durumda, potansiyelin üzerinde bir üretim söz konusudur. Çıktı açığının negatif olduğu durumda ise, potansiyelin altında üretim gerçekleşmiş demektir. Merkez bankasının esnek enflasyon hedeflemesi stratejisini uyguladığını varsayalım ve amaç fonksiyonunu oluşturalım(Özatay, 2018:394-395).

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

π : enflasyon

π^h : hedeflenen enflasyon

Y : üretim

Y_n : doğal üretim düzeyi

Denkleme baktığımızda her iki ifadenin de karesi alındığından parantez içindeki değerlerin ne artması ne de azalması istenen bir durum değildir. Yani MB, enflasyonun hedeflenen enflasyondan artı veya eksi yönlü sapmasını tercih etmemektedir. Aynı şekilde üretimi, potansiyelinden ne çok olsun ne de az olsun istemektedir. Üretimi potansiyelin üzerine çıkarmak kalıcı bir refah artışı demektir ki bu da sadece para politikası ile gerçekleştirilebilecek bir durum değildir, bu sebepten de merkez bankasının işi değildir. Merkez bankasının burada amacı L 'nin değerini en aza indirmektir.

λ ise, çıktı açığına verilen önemi gösteren bir parametredir. $\lambda > 0$ ise, merkez bankasının çıktı açığına verdiği önem enflasyon hedefinden sapmasına kıyasen artış gösteriyor, yani esnek enflasyon hedefi uygulanıyor demektir. $\lambda = 0$ ise, çıktı açığını göz önünde bulundurmadan sadece enflasyona odaklandığı bir durumdur, burada da katı enflasyon hedeflemesi uygulanıyor demektir.

Enflasyon hedeflemesi, hedef enflasyon oranlarının geleceğe yönelik bir nokta veya band şeklinde ilan edilerek, bu hedef enflasyonu gerçekleştirmek adına yürütülen para politikası yaklaşımıdır. Enflasyon hanehalkını, ekonominin tüm birimlerini doğrudan etkilemektedir. Hem yatırımları hem de harcamaları belirsizliğe sürüklemektedir. Bunlara ilaveten de enflasyonun sosyal boyutu da önem arz etmektedir. Bunu açacak olursak; EH stratejisini uygulayan MB bu stratejiyi uygulayarak toplumla bir sözleşme yapmış olmaktadır. Buna göre belirli bir hedef enflasyon oranını taahhüt ederek bireylerin beklentilerini etkilemektedir. Yine bu stratejiyi uygulayan merkez bankasının amacı, mümkün olduğunca düşük ve istikrarlı bir enflasyonun olmasını sağlamaktır (Gündoğdu, 2015:209).

2.2.4. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Para Politikası Modeli

Para politikası modelini oluşturanlar, toplumsal faydanın sağlanabilmesi için en optimal durumun, toplumsal refah düzeyinin maksimum kılındığında ya da merkez bankasının kayıp fonksiyonunun minimum kılındığında gerçekleşebileceği görüşündedirler. Optimum para politikasını belirlerken hedef enflasyondan sapma ile potansiyel üretimden sapmanın eş güdümlü olarak minimum kılınması amaçlanmaktadır (Doğru ve Savrul, 2013:22-23).

$$\text{Min. } L = (\pi - \pi^*)^2 + \varphi (Y - Y^*)^2 \quad (1)$$

t dönemde gerçekleşen enflasyon, toplam arz (Y), dışsal şoklar (ε) ve beklenen enflasyona bağlı şekillenir. Bu sebepten t dönemdeki enflasyon şu şekildedir:

$$\pi = \pi(\pi^e, Y, \varepsilon) \quad (2)$$

Tüm iktisadi birimlerin aynı veri setine sahip olup, enflasyon beklentisi konusunda aynı öngörüye sahip olduklarını düşünerek, özel sektörün t dönemi için enflasyon beklentisi, $t - 1$ döneminde ileriye dönük enflasyonun beklenen değeri olarak karşımıza çıkmaktadır. Şöyle ki;

$$\pi_t^e = E[\pi_{t-1}] \quad (3)$$

Şimdi bu koşulların varlığında merkez bankasının EH rejimini uygulamaya karar verdiğini düşünelim. Bu durumda MB toplumun enflasyon bekleyişini (π) kabul etmek yerine, kendi hedeflediği enflasyon tahmininin (π^h) gerçekleşecek enflasyon yerine geçmesi için çabalayacaktır. Böylece:

$$\pi = (\pi^h, Y, \varepsilon) \quad (4)$$

Bu denklemden hareketle optimal para kuralı, hedeflenen enflasyonun beklenen enflasyona eşitlendiği düzeyde sağlanmış olacaktır:

$$E[\pi_{t-1}(\pi^h, Y^*, \varepsilon)] = \pi_t^h \quad (5)$$

Burada MB, bir enflasyon tahmini ilan ederek toplumun enflasyonist beklentilerini aşağı çekebilmektedir. Böylece t dönemde özel kesim beklentileri

hedeflenen enflasyonun üzerinde çıksa bile, bu rejimden önceki enflasyon oranlarının altında kalacağı aşikardır. Son olarak elde edilecek enflasyon oranlarını sıralarsak:

$$\pi_t^h < \pi_t^P < \pi_{t-1} \quad (6)$$

π_t^h : t dönemine ait merkez bankası enflasyon hedefi

π_t^P : t dönemine ait özel kesim enflasyon beklentisi

π_{t-1} : $t - 1$ döneme ait hedefleme öncesi enflasyon oranı

Bu bağlamda (6) numaralı eşitsizliğin gerçekleşebilmesi için merkez bankasına güven büyük önem taşımaktadır. Barro ve Gordon merkez bankasının sözünde durup durmamasına göre toplumsal kayıp fonksiyonunda değişmeler olduğunu ispatlamışlardır.

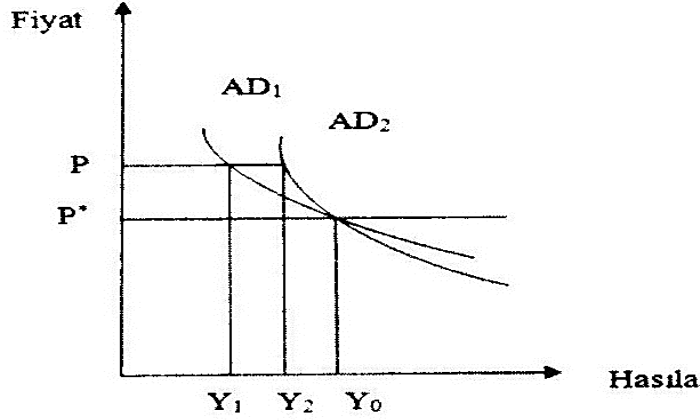
2.2.5. Taylor Kuralı ve Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı sonuçlar verebilmesi için, merkez bankasının para politikasını yürütürken bağımsızlığı, bu politikaları uygulama noktasında da kamuoyu ve piyasalarla kurduğu iletişimde şeffaflığı ve hedeflere ulaşıp ulaşılmaması konusunda da hesap verebilirliği sağlanmalıdır. Son olarak da para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişki istikrarlı ve de öngörülebilir olmalıdır. Bu temel koşullardan sonuncusu, merkez bankasının enflasyonu etkileyen para politikası araçlarını belirlemede, dolayısıyla enflasyonu etkileyebilme derecesini göstermede oldukça büyük öneme sahiptir(Yapraklı ve Kaplan, 2012:186–187).

Bahsi geçen bu politika araçları hedeflere uygun mu değil mi, amaçlara ulaşma konusunda izlenen yol nasıl olmalı tartışmalarının cevabı bir para politikası kuralı ile ortaya konulabilmektedir. Merkez bankalarının politika araçlarından çok hedefi olduğu durumlarda, bu hedefleri ağırlıklandırarak bir amaç fonksiyonu kullanılmalıdır. Ancak burada da oluşabilecek optimizasyon problemini ortadan kaldırmak adına optimal bir para politikası kuralı tavsiye edilmektedir. Sonuç itibarıyla Taylor Kuralı optimizasyon barındırmayan bir para politikası kuralıdır (Aklan ve Nargeleçekenler, 2008:27-28). Bu bağlamda merkez bankası kurala bağlı uygulanan para politikaları sayesinde beklentileri daha kolay yönetmektedir. Böylece şeffaflık akabinde güvenilirlik artmaktadır. Bu da enflasyon hedeflemesinin

başarısında son derece belirleyici bir etkiye sahiptir. Bu sebepten son yıllarda para politikası kuralı olarak Taylor kuralı izlenmektedir. Taylor kuralı, enflasyondaki değişime ve de üretimdeki açıklara para otoritelerinin vermesi gerektiği tepkiyi gösteren bir kuraldır(Albayrak ve Abdioğlu, 2015:142, Ardor ve Varlık, 2014:47).

Grafik 3: Merkez Bankası Faiz Oranları Tespiti



Kaynak: Sökmen, 2017:61.

Merkez bankası, üretim açığı ve enflasyon sapmalarından hangisine daha fazla önem veriyorsa faiz oranlarına vereceği tepkinin derecesini ona göre ayarlamaktadır. Grafik(3)'de Taylor Kuralı'nın uygulandığı durumda enflasyon ve üretimde gerçekleşen sapmalara göre para otoritesinin faiz oranları tepkisi gösterilmektedir. Grafikde P^* hedeflenen enflasyon oranını, Y_0 denge milli gelir düzeyini, AD_1 ve AD_2 talep eğrileri de merkez bankasının fiyat istikrarı ve üretim istikrarına verdiği öneme göre ortaya koymuş olduğu talep eğrilerini göstermektedir. Fiyat istikrarına önem verdiği durumda talep eğrisi AD_1 olacakken, çıktıdaki sapmaya önem verdiği durumda da talep eğrisi AD_2 olacaktır. Talep eğrisi AD_1 iken hedeflenen enflasyonda sapma olursa faizler çok ciddi artacak ve gelir de Y_0 dan Y_1 'e düşecektir. Talep eğrisi AD_2 iken hedeflenen enflasyondan sapma olursa, faizler ilk duruma nazaran daha az azalacak, gelir düzeyi ise Y_0 'dan Y_1 'e gerileyecektir.

Enflasyon hedeflemesini uygulayan bir MB Taylor Kuralı'nı uygulamak zorunda değildir. EH stratejisi Taylor Kuralı'nı içine alan kurala dayalı bir politika değildir. Bu strateji kural ve ihtiyari politikalar arasında kalmaktadır, fakat kural politikalara daha yakındır. Buna gösterge olarak da Taylor Kuralı'nın merkez

bankalarına uzun dönemde hedeften sapmaya neden olacak politikaları yasaklamış olması ve merkez bankalarına nihai hedef olarak fiyat istikrarını belirlemiş olmasını gösterebiliriz(Gögül ve Songur, 2016:23). Enflasyon hedeflemesi stratejisi hedef enflasyon oranını yakalamaya çalışmaktadır. Taylor kuralı da bu hedeflere ulaşmak adına enflasyon oranlarında küçük ayarlamalara imkân sağladığı için EH stratejisinin ikamesi olmasından ziyade tamamlayıcısı durumundadır. MB enflasyon hedeflemesi ile orta vadeli plan oluştururken, Taylor kuralı orta vadeli oluşturulan hedef enflasyonu gerçekleştirebilmek adına kullanılan bir kısa vadeli araçtır(Sökmen, 2017:57).

Taylor Kuralı'na göre, ekonomide istenmeyen durumlarla karşılaşıldığında, enflasyon hedeflemesinin bu durumlara vermiş olduğu tepki yeterli değildir. Bu sebepten de para politikası araçları belirlenirken bazı tercihlerin yapılması gereklidir. Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesi, para politikası araçlarını belirlerken optimalliği sağlamak adına merkez bankasına piyasadaki mevcut tüm bilgileri kullanma izni vermektedir(Sökmen, 2017:62).

2.2.6. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Ön Koşulları

Birçok iktisatçı gelişmiş ülkelerin EH stratejisinde elde etmiş olduğu başarılı sonuçların gelişmekte olan ülkelere göre daha fazla olduğu kanaatindedir. Birçok iktisatçı da ne gelişmiş ülke ne de gelişmekte olan ülke enflasyon hedeflemesinin ön koşullarını tam manasıyla sağlayamadığından gerçek bir başarı elde edemez görüşündedir(İğdeli ve Sever, 2016:118).

Bu strateji kamuoyu ile daha sıkı ve düzenli bir ilişkiyi gerektirmektedir. Aynı zamanda şeffaf bir politikaya gereksinim duyulmaktadır. Bunu da; kimisi kanun gereği kimisi de bilgi paylaşma amaçlı yapmış oldukları hükümet görüşmeleriyle, belli aralıklarla enflasyon raporlarını yayınlamakla, üzerinde dikkat çekici konuların, grafiklerin de olduğu broşürleri halka dağıtmak yoluyla gerçekleştirmektedirler (Mışkın, 2000:153-154).

2.2.6.1. Merkez Bankası Bağımsızlığı

Enflasyon hedeflemesinde başarılı olabilmek için gerekli ön koşulların en başında merkez bankasının bağımsızlığını sağlamak yer almaktadır. MB bağımsızlığından kastedilen, para politikasını yürütürken kullanacağı araçlar ve hangi

para politikası rejimini uygulayacağı konusunda kendi özgür iradesinin olmasıdır. Kısa vadeli düşünüp uzun dönemi heba etmemek, gündelik politikalardan uzak tutmak ve de kalıcı sürdürülebilir büyümeyi gerçekleştirmek için merkez bankaları bağımsız olmalıdır(Altınışık vd., 2006:91).

Merkez bankası, ekonomik büyüme için önem arz eden değişkenleri etkilemekte, para politikasını belirlemekte, finansal istikrarı korumakla birlikte ulusal ve uluslararası parasal düzenlemelerin oluşturulmasında rol oynamaktadır. Demokratik yönetimlerin bir gerekliliği de merkez bankalarına bağımsızlığın verilmesidir(Yılmaz, 2005:92). Merkez bankasının bağımsızlığı amaç ve araç bağımsızlığı olarak ikiye ayrılmaktadır. Hedeflenen enflasyonu gerçekleştirebilmek için takdir yetkisine haiz olması şart iken, amaç bağımsızlığı bir zorunluluk değildir. Merkez bankasının bağımsızlığı ile yakından ilişkili bulunan bir konu da enflasyon hedefinin sadece banka tarafından mı ya da hükümet ile birlikte mi tayin edileceğidir. Bu stratejinin uygulanacağı ülkelerde gerekli yasal düzenlemeler yapılarak merkez bankasına araç bağımsızlığı verilmeli ve de nihai hedefinin fiyat istikrarını sağlamak olduğu belirtilmemiştir(Öztürk, 2009:193-196).

Merkez bankasının bağımsızlığının çeşitli türleri vardır. Bunlar(Acet, 2009: 27):

- 1) **Amaç Bağımsızlığı:** Merkez bankasının amacının tam istihdam mı, fiyat istikrarı mı yoksa büyüme mi olacağına kendisinin karar vermesidir.
- 2) **Hedef Bağımsızlığı:** Merkez bankasının belirlemiş olduğu temel amacına yönelik nasıl bir hedef koyacağına kendisinin karar vermesidir.
- 3) **Araç Bağımsızlığı:** Merkez bankasının belirlemiş olduğu hedeflere ulaşmakta kullandığı araçları serbestçe belirleyebilmesidir.
- 4) **Finansal Bağımsızlık:** Merkez bankasının kamuya mali yardım etmemesi ve de yeteri kadar mali kaynağının bulunmasıdır.

Enflasyon hedeflemesini uygulayan bir merkez bankasının bağımsız olabilmesi için gerekli koşullar vardır. Bu koşullardan birincisi, merkez bankasına yasayla araç bağımsızlığının verilmesi gerekmektedir. İkincisi, kamuya kredi açması yasalarla yasaklanmalıdır. Aksi halde hazine her sıkıştığında önce merkez bankasına

başvuracaktır. Bu da parasal tabanı arttırarak enflasyonu yükseltici bir etki yaratacaktır. Üçüncüsü, merkez bankasının yasalarla görev alanı tanımlanarak enflasyonla mücadele görevi verilmelidir. Dördüncüsü, merkez bankacılarının atanma, görevden alınma biçimleri siyasi otoritelerin yetkisinde olmamalıdır(Özatay, 2018:403-404).

1211 sayılı TCMB Kanununun 4. Maddesi(**Değişik:25/04/2001-4651/1**)'ne göre, "Bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Banka, fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikası ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler. Banka, fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler." Böylelikle 2001 değişikliği ile merkez bankasına araç bağımsızlığı sağlanmıştır.

Finansal sistemin üzerindeki siyasi otoritenin etkisi azaldıkça, MB daha da bağımsız bir hale gelecektir. Bağımsızlaşan finansal sistem ve MB siyasi otoritelerin enflasyon yaratma yeteneğini köreltecektir. Maxfield'e göre ise bir ülkenin finansal sistemi ne kadar gelişmişse merkez bankası da o kadar bağımsız olacaktır. Zira bankanın bağımsızlığı yasalarla veya politikacılarla alakalı olmaktan ziyade, derinleşen mali oluşmasıyla nihai amacı olan fiyat istikrarını gerçekleştirmesi konusunda gücünü ve otoritesini ortaya koyabilecektir(Yılmaz, 2005:96).

2.2.6.2. Güvenilirlik

Güvenilirlik, merkez bankasının para politikasını uygularken işleyişte bir değişikliğe gittiğinde, halkın ve piyasaların bu değişikliğin gerçekten olması gerektiğine inanmasıdır. Güvenilirliğin varlığı merkez bankasının başlangıçta ilan etmiş olduğu program ile tutarlı politikalar yürütmesine bağlı olmaktadır. MB para politikasını yürütürken, politikanın her aşamasında karşı karşıya kaldığı sınırlamaları veya koymuş olduğu hedefleri halkın bilgisine sunarak tutarlılık içerisinde davranmalıdır(Altınışık vd., 2006:93).

Fiyat istikrarı hedefine ulaşmak isteyen bir MB, güvenilirlik konusunda iki önemli noktaya dikkat etmelidir. Bunlardan birincisi, para otoritelerinin geçmişte açıklamış olduğu politikalarla cari dönemde açıklanan politikaların tutarlı olmasıdır. Enflasyon hedeflemesini uygulayan bir MB, hedef bir enflasyon oranı ilan etmektedir.

Şayet, iktisadi birimlerin mal ve hizmetlerin fiyatlarını ve faiz oranlarını ayarlarken ortaya koyacağı beklenen enflasyon ile hedef enflasyon oranları aynı ise, merkez bankasının güvenilirliğinden bahsedilebilir. İkincisi ise, para otoritelerinin geçmiş dönem performanslarının olumlu bir sicile sahip olmasıdır(Orhan ve Erdoğan, 2015:289–290).

Güvenilirlik konusunda Blinder'in(1999) yapmış olduğu çalışmada merkez bankalarına ve akademisyenlere güvenilirliğin neden önem arz ettiği ile ilgili anket yapılmıştır. Tablo(6)'da birinci sütunda MB çalışanlarının ve akademisyenlerin vermiş olduğu değerlerin ortalaması yer almaktadır. Dikkat edilirse, MB görevlilerinin vermiş olduğu değerlerin genel ortalaması akademisyenlerinkisine göre daha fazladır. İkinci sütunda da MB çalışanları ile akademisyenlerin cevap dağılımları yer almaktadır. Üçüncü sütunda ise, puanlamaların sonucu alınarak güvenilirliğin önem sıralaması yer almaktadır. Tabloya göre, ankete tabi tutulanlara, güvenilirlik konusunun neden önemli olduğu sorusuna karşılık verilen 7 neden arasında, birinci sırayı güvenilirliğin enflasyonu düşük düzeyde tutmak için gerekli olduğu cevabı alırken, ikinci sırayı da enflasyonu düşürmek daha az maliyetlidir cevabı almıştır. Diğer cevaplar arasında farklıklar var iken en fazla ortak görüşe sahip konu ise, MB ne kadar güvenilir ise enflasyonu bir o kadar düşük maliyetle azaltabilecektir(Uçak, 2004:109–110).

Tablo 6: Güvenirliliğin Önemli Olmasının Sebepleri

Anket Sorusu	Metod	<u>Merkez Bankaları</u>			<u>Akademisyenler</u>		
		Sıralama			Sıralama		
	Enflasyonu düşürmek daha az maliyetli olduğu için	4.13	.78	2	3.83	1.12	2
	Enflasyonu düşük düzeyde tutmak için	4.39	.60	1	4.17	.83	1
	Taktik değişikliği için	4.38	.54	5	3.97	1.03	3
	En son ödünç veren merci konumunu korumak için	4.12	.77	6	3.74	1.07	4
	Paranın değerini korumak için	4.29	.70	3	3.47	1.04	5
	Kamu hizmetlerinin gerçeğe uygun olması için	4.00	.84	7	3.30	1.07	6
	Merkez Bankası bağımsızlığının desteklenmesi için	4.34	.75	4	3.19	1.00	7

Kaynak: Uçak, 2004:110-111

2.2.6.3. Hesap verebilirlik ve Şeffaflık

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin bir diğer önemli özelliği de, bu uygulama ile merkez bankasının hesap verebilirliği artış göstermektedir. Hesap verebilirliğin varlığı, şeffaflık ve iletişime bağlıdır. Hesap verebilirlik konusunda en önemli örnek Yeni Zelanda deneyimidir. Yeni Zelanda’da hedefleme konusunda çeyrek dönemlik bir ihlal bile olsa, bu MB başkanını görevden alma nedeni sayılabilmektedir. Şeffaflık ve hesap verebilirliğin faydasını bir örnekle açıklayacak olursak; 1996 yılında Kanada Ekonomi Birliği Başkanı, Kanada Merkez Bankası’nı aşırı daraltıcı politikalar uyguladığını ileri sürerek eleştirmiştir. Enflasyon hedeflemesinden önceki zamanda olmuş olsaydı, bu eleştiriler üzerine ekonomi üzerindeki etkilerine bakılmaksızın genişleyici politikalar izlenirdi. Oysa bu hedefleme ile MB tartışmaları başka bir kanala çekerek, uygun enflasyon hedefini belirlemek için farklı seviyelerdeki enflasyon oranlarının fayda ve maliyetine bakmayı önermiştir. Bu şekilde bir tartışma ortamının yaratılması, Kanada Merkez Bankası’nın raporu ve hızlı cevap verme başarısı bankaya olan desteği ve güveni arttırmıştır. Böylece 1993 seçimlerinde konu

olan Kanada Merkez Bankası'nın politikaları, 1997 seçimlerinde tam aksine önemli bir konu olmaktan çıkmıştır(Mışkın, 2014:256). Merkez bankası hesap verdiği sürece siyasi baskılardan da korunabilecektir. Bu sebepten kamuoyu sürekli bilgilendirilmeli, enflasyon raporları yayınlayarak para politikalarına olan bağlılığını topluma duyurmalıdır (Öztürk, 2009:197).

Enflasyon hedeflemesi uygulayan bir MB aldığı kararları, kamuoyuna raporlar ve istatistikler kanalıyla şeffaf bir şekilde duyurmalıdır. Bu stratejiyi uygulayan merkez bankaları ilan ettiği ve de geleceğe dair öngörülerde bulunduğu enflasyon raporlarını genellikle üç ayda bir yayınlamaktadırlar. Bu raporlarda farklı faiz oranlarında enflasyonun seyredeceği yollar tartışılmaktadır. Böylece merkez bankaları hem beklentileri etkilemeye çalışmakta hem de halka karşı sorumluluklarını yerine getirmiş olmaktadır(Özatay, 2018:407).Merkez bankasının para politikasını yürütürken belirlemiş olduğu hedef ve faaliyetler hakkında halkı bilgilendirmesi bankanın şeffaf olduğuna karinedir. Böylece halk beklentilerini bankanın hedefleri doğrultusunda oluşturabilecektir. Bu da merkez bankasına olan güveni daha da pekiştirecektir(Yılmaz, 2005:93).

Enflasyon hedeflemesi politikaları açık, basit, anlaşılır, şeffaf ve kamuyla düzenli bir iletişim içinde olma özelliklerine sahiptir. Şeffaflık üzerine vurgu yapan EH uygulamasıyla merkez bankası, ama kanunen ama resmi olmayan araştırmalara cevaben hükümet ile iletişim halindedir. İzlemiş oldukları politikaları her fırsatta kamuoyuyla paylaşmaktadır. Bunu yaparken de çeşitli kampanyalar düzenlemekte, broşürler dağıtmakta ve de belli aralıklarla enflasyon raporu yayınlamaktadır. Enflasyon raporlarını yayınlayan MB bu raporlarını kamuoyuyla daha iyi iletişim halinde olmak adına normal raporlardan farklı bir formatta yazmaktadır (Mışkın, 2014:255).

Şeffaflık konusu hesap verebilirlik konusu ile yakından ilişkilidir. Ekonomi politikalarına şeffaflık katarak politika uygulayıcılarına da sorumlu tutulma yaklaşımı kazandırmış oluruz. EH uygulayan bir merkez bankası, hedef enflasyon belirlediğinde bu hedef somut olarak gözlemlenebilmektedir. Böylelikle sonuçlarından da sorumlu tutulabilmektedir. Ayrıca bu hedefleri ilan ederek hedeflerin doğruluğu konusunu tartışmaya açmaktadır. Böylece kamuoyunun desteğini almış olmaktadır. Şeffaflık,

ekonomideki gereksiz belirsizlikleri ortadan kaldırarak tahmin edilebilir bir para politikası ortaya koymaktadır(Altınışık vd., 2006:92).

Para politikasında şeffaflık olgusu şu şekilde sınıflandırılabilir (Orhan ve Erdoğan, 2015:291–292).

1) **Politik Şeffaflık:** Merkez bankasının politika tercihlerine dair açıklığı politik şeffaflıktır. Örneğin, enflasyon hedeflerinin açıkça ilan edilmesi.

2) **Ekonomik Şeffaflık:** Ekonomik verileri kullanarak uygulanan para politikasına ilişkin model ve tahminlerin açıkça ilan edilmesidir.

3) **Prosedürel Şeffaflık:** Para politikasına dair kararlar, oylamalar, müzakereler ve de sınırlamaların yayınlanmasıdır.

4) **Politika Şeffaflığı:** Politika kararları hakkında haber alma olanağının sağlanmasıdır. Örneğin, geleceğe dair faaliyetlerin ilan edilmesi.

5) **Operasyonel Şeffaflık:** Politika kararlarının yürürlük aşaması, piyasa müdahaleleri ve denetime dair yanlışlıklarının açık olmasıdır.

Lone'ye(1996) göre, para politikasında şeffaflık ve hesap verebilirliğe dair kurumsal düzenlemeler yapıldığında ortaya iki sonuç çıkacaktır. Birincisi, politika koyucuların sürpriz enflasyon yaratma kabiliyetlerine sınırlama getireceğinden, para politikasına duyulan güven artacaktır. İkincisi, para politikasına dair belirsizlikler azalacağından, özel sektör oluşan riskleri daha sağlıklı değerlendirecek ve böylece kaynaklar daha etkin kullanılacaktır(Uçak, 2004:112).

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde önemli bir yere sahip olan beklentiler mevzusundaki başarının sağlanması, kamuoyunun uygulanacak olan politikalara güvenmesinden bu da bankanın yeteri düzeyde itibara sahip olmasından geçmektedir. MB şeffaf ve inandırıcı politikalar yürüterek, bu politikaların sonuçlarını raporlayıp sonucunda da sorumlu olduğunu göstererek gerekli başarıyı sağlayacaktır. İtibar kazanmış bir MB da enflasyonla mücadelede daha düşük maliyetlerle karşılaşacaktır. Somutlaştırmak gerekirse, uzun dönemli faiz oranları, MB tarafından ilan edilen kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin beklentilerin yansımaları olduğundan, para politikası yeteri kadar şeffaf ve öngörülebilir olmak zorundadır. Çünkü para otoriteleri kısa vadeli

faizleri kullanarak hem piyasa faizlerini, hem varlık fiyatlarını hem de beklenti yaratma suretiyle uzun dönem faiz oranlarını etkilemektedir(Kara ve Orak, 2008:15).

Enflasyon hedeflemesini uygulayan merkez bankasının, bu stratejiyi başarıyla yürütebilmesi için öncelikle halk ve piyasalar tarafından güvenilir kabul edilmeleri gerekmektedir. Bunu sağlamanın yolu da politikalarını yürütürken olabildiğince şeffaf olmalı, olası arz şoklarıyla karşılaşması halinde bunu kamuoyuna anlatmalı ve bu konuda hesap verebilir olmalıdır. Ancak tüm bunlar sağlanmış olsa da özellikle gelişmekte olan ülkelerde görülen kredibilite sorunu, güçlü arz şoklarının yaşanmasıyla üretimde, enflasyonda ve de faiz oranlarında çok daha hızlı bir değişime yol açmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde kurumsal yapının zayıflığı kredibilitenin sağlanma sürecini baltalamaktadır. Kredibilitenin düşük olması, kamuoyunda merkez bankasının vermiş olduğu vaatlere sadık kalamayacağı ve de büyük şoklara istenilen düzeyde tepki vermeyeceği algısını yaratmaktadır. Bu da beklentileri olumsuz etkileyerek hem gerçekleşen hem de beklenen enflasyonun artmasına neden olmaktadır(Yiğitbaş, 2009:213).

Ampirik bulgular sonucunda merkez bankaları bağımsız olan ülkeler, büyüme bakımından herhangi bir maliyete girmeden daha düşük enflasyon oranlarına sahip olmaktadır. Bu durumda başarılı bir EH stratejisi için merkez bankasının yetkileri açık olmalı, takdir yetkisi verilerek politika araçlarını belirleyebilmeli, halk bilgilendirilmeli, halka hesap vermelidir. Yani bankanın uygulamaları açık, anlaşılır ve şeffaf olmalıdır(Öztürk, 2009:196).

2.2.6.4. Mali Baskınlığı Düşük Olması

Mali baskınlık aşırı borçlanmaya girmiş bir devletin mevcut gelir imkânlarıyla yetinmeyerek finansal piyasalara girmesi ve burada hissedilir bir baskı yaratmasıdır(Paya, 2013:195):

$$\text{Mali Baskınlık;} \quad \frac{\text{Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (KKBG)}}{M2Y} \quad \text{veya} \quad \frac{KKBG}{M2}$$

Mali baskınlığın oluşmaması için, kamu aşırı borç yükü taşımamalı ve finansal derinlik olmalıdır. Finansal derinlik, finansal piyasaların kendilerine yönelik borç talebini karşılayabilme kapasitesidir. Kamu borç stokunun, faizlerinin ve vade

yapısı sebebiyle borçların çevrilmeyeceğine ilişkin kaygıların artmasıyla mali baskınlık da artmaktadır. Mali baskınlığın temel göstergeleri şunlardır(Orhan ve Erdoğan, 2015:292):

- **İç Borç Stoku/M2Y:** M2Y'yi bulurken, M2'ye yurtiçi yerleşiklere ait Döviz Tevdiat Hesaplarını ilave ederiz. İç Borç Stoku/M2Y, kamunun mali piyasalardaki ağırlığını göstermektedir. Bu oran artarsa mali baskınlık artmaktadır.
- **İç Borç Stoku/GSMH:** Bu oran artarsa mali baskınlık artmaktadır.
- **Kamu Kesimi Toplam Borç Stoku/GSMH:** Kamu kesimine ait iç ve dış borç toplamı tek başına bir anlam ifade etmemekte, toplam borca bakmak gerekmektedir. Bu oran artarsa mali baskınlık artmaktadır.
- **Kamu Kesimi Borçlanma Gereği/GSMH:** Bu oran artarsa mali baskınlık artmaktadır.

Maliye politikaları mali disiplini sağlayacak şekilde yürütülmelidir. Mali disiplin, kamu gelirlerinin kamu giderlerine denk olmasıdır. Hükümetlerin aşırı kaynak kullanımı, keyfi vergilemeye başvurmaları, kontrolsüz iç ev ve dış borçlanmaya başvurmaları sonucunda mali disiplinsizlik problemi doğmaktadır. Bunun üzerine hükümetler merkez bankasına başvurur ki bu da aşırı parasal genişleme ve akabinde parasal istikrarda bozulma sonuç olarak da makro dengelerin ve fiyatların bozulması sorununu doğurmaktadır(Öztürk, 2009:198). Bir ekonomide mali disiplin sağlanmazsa, kamunun borçlanma gereğinden dolayı, merkez bankasının temel politika aracı olan faiz oranlarını etkin bir şekilde kullanması zorlaşmaktadır. Baskın bir maliye politikası, merkez bankasının hem piyasaya müdahale konusunda kamuya bağımlı olması hem de makroekonomik hedefleri belirlemede etkisiz kalması sonucunu doğurmaktadır. Bu koşullar altında da EH stratejisinden bahsetmek imkânsızlaşmaktadır. Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesinin ön koşulu olarak, mali baskınlığın düşük olması yani maliye politikasının para politikası üzerinde etkisinin mümkün olduğunca asgaride olması gösterilebilmektedir. Diğer bir ifadeyle devletin senyoraaj gelirine başvurması olabildiğince sınırlı olmalı ve de devlet borç ve monetizasyona(açıkların parayla finansmanına) sebep vermeyecek yöntemlere başvurulmalıdır(Acet, 2009:29).

Para politikası yürütülürken, mali baskınlığa dair bütün emarelerin ortadan kaldırılması gerekmektedir. Böylece para politikası üzerindeki sınırlayıcı, zorlayıcı durumlar ortadan kalkacaktır ve bu da para politikasının etkinliğini arttıracaktır. Mali baskınlığı ortadan kaldırmanın yolu da kamu sektörünün bankalar veya merkez bankasından borçlanmasını en asgariye düşürmesiyle olmaktadır. Hükümet senyoraj gelirine ihtiyaç duymamalı, geniş bir gelir tabanına sahip olmalıdır. İç finansal piyasalar, kamu ve özel kesim borç enstrümanlarını çevirebilecek derinlikte olmalıdır. Sürdürülebilir bir kamu borcu olmalıdır. Şayet bu ortam sağlanmazsa ortaya çıkacak olan mali dengesizlikler sonucu para politikası etkinliğini kaybedecek ve sonucunda da enflasyonist boşluklar artacaktır. Dolayısıyla, uzun yıllar yüksek enflasyonla yaşamış ülkelerde tek başına para politikası ile enflasyonu düşürmek zorlaşmaktadır. Bu ülkelerde para ve maliye politikası birlikte yürütülmek zorundadır(Yay, 2006:14).

Bir ekonomide mali baskınlık ne kadar büyükse, senyoraja, iç ve dış kaynaklardan borçlanmaya başvurma da o kadar büyük olacaktır. Senyorajın artık yetmediği yerde iç borçlanmaya başvuran hükümetler, ödünç verilebilir fonlar piyasasına girerek faizlerin yükselmesine sebep olacaktır. Bu da özel sektörü piyasadan dışlayacaktır(Yılmaz, 2005:97). İktisatta “dışlama etkisi” olarak bilinen bu durumun ekonomi üzerindeki etkileri ise daha az yatırım ve dolayısıyla daha az istihdam ve ekonomik büyümede yavaşlama olarak kendini gösterecektir.

Sargent ve Wallace’ye göre, bir ekonomide mali açıklar süreklilik gösterdiğinde, enflasyona sebebiyet vermemek için iç borçlanmaya gidildiğinde, reel faizlerde artış olmaktadır. Bu faizleri ödemek için tekrardan borçlanılmaktadır. Sonunda borçları kapatmak için borçlanılacak kaynak bulamayacak hale gelindiğinde para basma yoluna başvurulacaktır ki bu en başında doğacak olan enflasyondan daha yüksek bir enflasyonla sonuçlanacaktır. Dolayısıyla mali açıkların sürdürülemez olduğu ekonomilerde para politikası kanalıyla enflasyonla mücadele etmek boşuna bir çaba olarak görülmektedir(Yılmaz, 2005:96–97).

Kamunun aşırı borçlanmasının en nihayetinde monetizasyonu zorunlu kılmasını, Sargent ve Wallace “Hoş Olmayan Monetarist Aritmetik” kavramı ile ifade etmiştir. Buna göre, kamunun borçlanma senetlerinin getirisi büyüme oranlarını aştığında, MB zor bir tercih ile karşı karşıya kalacaktır. Burada bahsi geçen tercih

zaman tercihidir. Buna göre, kamu bütçesinin sürekli açık verdiği ve reel faiz oranlarının büyüme oranlarını aştığı durumda, merkez bankası bir tercihte bulunarak ya daraltıcı para politikası uygulayarak cari dönem enflasyonu ile ya da genişletici para politikası uygulayarak gelecek dönem enflasyonu ile mücadele edecektir. Şayet cari dönem enflasyonu ile mücadeleyi tercih eder de mali otoriteden destek gelmezse, gelecek dönem enflasyonun yükselmesi kaçınılmaz olacaktır(Orhan ve Erdoğan, 2015:292-293). Kamunun bu şekilde aşırı borçlanması borç ve faiz yükünü arttıracaktır. Faizlerin artması da enflasyon beklentilerini arttıracaktır. Böyle bir ortamda enflasyon hedeflemesinin başarı göstermesi imkânsız bir hal alacaktır.

Parasal genişlemeye başvurmadan faiz dışı bütçeyle kamu borç stokunu eritebilen bir ekonomide mali baskınlık yok demektir. Kamu borcunun yüksek ve de vadesinin kısa olduğu durumda borcun geri ödenemeyeceği kaygıları artarak risk primi dolayısıyla reel faizleri yükseltecektir. Aynı atmosferde TL varlıklar cazip olmaktan çıkacaktır. Döviz cinsi varlıklara talep artacak, böylelikle de döviz kurları yükselecektir. Sonuç olarak kamu borcunun yüksek ve vadesinin kısa olduğu bir ekonomide “çoklu denge” oluşabilecektir. İstenilen denge durumunda reel faizler düşük, TL değerli ve de borçlar sürdürülebilir olurken, istenilmeyen dengede ise tam tersi durumlar oluşabilecektir(Özatay, 2018:404).

Mali baskınlığın yüksek olduğu bir ekonomide örneğin, mali disiplinde bir gevşeme halinde merkez bankasının ve piyasaların enflasyon beklentileri artacaktır. Bu beklentilerin hızla yayılması sonucu enflasyonu belirlemede önemli bir kalem döviz kuru yükselişe geçecektir. Bu da ilerleyen zamanlarda enflasyonu arttıracaktır. Burada merkez bankasının kısa vadeli faizleri yükselterek ekonomiye müdahale ettiğini varsayalım. Hâlihazır durumda faizlerin zaten yüksek olması, bütçeden faiz harcamalarına ciddi bir pay gitmesi, piyasalarda kötü beklentileri beraberinde getirecektir. Piyasa faizi ve döviz kuru yükselecektir. Enflasyonu belirlemede önemli bir etkisi olan döviz kurunun bu çıkışı enflasyonu ileride daha da yükseltebilecektir(Özatay, 2018:404-405).

Bu sonuç bize mali baskınlığın yüksek olduğu bir ekonomide, meydana gelebilecek aksaklıklar nedeniyle müdahale etmek isteyen merkez bankasının kısa vadeli faiz oranlarını kullanma esnekliğinin ortadan kalktığını göstermektedir. Oysa ki

enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan bir merkez bankasının en kuvvetli aracı kısa vadeli faiz oranlarıdır. Tüm bunlar enflasyon hedeflemesinin başarıyla uygulanabilmesi için mali baskınlığın düşük olması gerektiği sonucunu vermektedir.

2.2.6.5. Nihai Hedef Fiyat İstikrarı

Alan Greenspan, fiyat istikrarını şöyle tanımlamaktadır; fiyat istikrarı, hanehalkının ve özel kesimin gündelik yaşamları ile alakalı kararlar alırken dikkate almak zorunda kalmadığı, yeteri kadar düşük bir enflasyon oranıdır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde merkez bankasının nihai hedefi, fiyat istikrarını gerçekleştirmek olmalı ve de bu hedefe bağlılık kurumsal olarak da sağlanmalıdır. (Yiğitbaş, 2009:214).

Enflasyon hedeflemesini uygulayan bir merkez bankasının nihai hedefi fiyat istikrarını sağlamak olmalıdır. Bu, diğer hedeflerin daha az önemli olduğu anlamına gelmemektedir, ancak fiyat istikrarıyla tutarlı olduğu sürece diğer hedefler izlenmelidir. Örnek verecek olursak, EH ile mali piyasalarda istikrarı sağlama amacı tutarlı değildir. EH için kısa vadede uygulanan daraltıcı para politikası finansal kurumlar üzerinde olumsuz etki yaratabilmektedir, uzun dönemde ise bankacılık sektöründe yaşanan bir daralma, enflasyon hedeflemesinin alt sınırına doğru yaklaşmasına neden olabilmektedir(Yay, 2006:9–10). Yine aynı şekilde EH sabit kur sisteminin uygulandığı ülkelerde uygulanamamaktadır, bu nedenle de enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulandığı ülkelerde kur dalgalanmaya bırakılarak sabit kur terk edilmelidir(Altınışık vd., 2006:90). Enflasyon hedefini tutturmaya çalışan bir MB, kısa vadeli faiz oranlarını kullanarak müdahale ettiğinde, enflasyon hedefine varması uzun süreceken, faiz değişimlerinin kur üzerindeki etkisi hızla kendini gösterecek bu da spekülasyon hareketlere ivme katacaktır(Yay, 2006:10). Fakat özellikle gelişmekte olan ülkelere baktığımızda, para politikasının asıl hedefi olarak fiyat istikrarını görmek tartışma konusu olmaktadır. Bu ekonomilerde büyümeyi belli bir orana getirebilmek, belli bir döviz kurunu tutturabilmek, uluslararası ticarete söz sahibi olabilmek, işsizliği azaltabilmek gibi birden çok hedef ön plandadır. Tüm bunlarla birlikte, çoğu gelişmekte olan ülke de yasalarda merkez bankasının nihai amacının fiyat istikrarı olduğunu belirtmiştir. Ancak, geçmişe dönüp baktığımızda önemli olan yasalarda

belirtilmesi değil de, kamuoyunun bu bakış açısını kabul etmiş olmasıdır (Uçak, 2004:107).

Teorik olarak irdelediğimizde, Leiderman ve Svensson'a göre, bir çatışma durumunda önceliği enflasyon hedefine vermek kaydıyla, enflasyon hedefi ile nominal bir döviz kuru hedefini bir arada uygulama olanağı bulunabilmektedir. Ancak, uygulamada bu birliktelik pek mümkün gözükmemektedir. Çünkü merkez bankasının daha en başında en öncelikli amacının enflasyon hedefi olduğunu halka güvenilir bir şekilde anlatması mümkün görülmemektedir(Acet, 2009:31).

2.2.6.6. Gelişmiş Mali Piyasalar

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan bir merkez bankasının karşı karşıya kalabileceği iki olası sorun, mali piyasaların istikrarlı yapısı sayesinde ortadan kaldırılabilecektir. Bu sorunlardan birincisi, olumsuz bir parasal durum meydana geldiğinde MB tek başına bunu sterilize edemeyebilecektir. Mali kurumlardan sağlanacak olan yüklü miktarlardaki kaynakların bu problemi aşmada çok önemli bir payı olabilecektir, böylelikle de enflasyona karşı azımsanmayacak bir baskı oluşturabilecektir. Bu sayede merkez bankası söz konusu kaynakların arzını kontrol ederek ekonomideki para ve kredi hacminin kontrolüne çok ciddi manada sahip olmuş olacaktır. İkincisi ise, parasal durumların hareketliliği sonucu, zayıf mali kurum ve piyasalar mühim bir tehdit altında olabilecektir. Örneğin, mali sektörde likidite krizinin varlığı durumunda merkez bankası nihai amacı fiyat istikrarına öncelik vermekten vazgeçerek, borç veren son merci işlevini yerine getirmek zorunda kalacaktır. Şayet mali piyasalar güçlü olursa merkez bankasının üzerinden bu yük kalkmış olacaktır(Uçak, 2004:109).

Merkez bankası para politikasını uygularken, piyasalara vermek istediği sinyalleri ve uygulamış olduğu politikaların reel sektör üzerindeki etkilerini gözlemlemeyi, para ve sermaye piyasaları aracılığıyla yerine getirmektedir. Para piyasaları çoğunluğu bankacılık sektörüyle ifade edilirken, sermaye piyasaları denildiğinde de akla menkul kıymetler borsası gelmektedir. Buradan hareketle, enflasyon hedeflemesini uygulayan bir ekonomide bankacılık ve menkul kıymetler borsasının yani para ve sermaye piyasalarının güçlü ve istikrarlı olması

beklenmektedir. Zira merkez bankasının kullanmış olduğu parasal araçlara yeterli derecede hızla tepki veremeyen bir mali piyasaların varlığı, enflasyon hedeflemesinden sapmalara neden olabilecektir (Altınışik vd., 2006:92). Kamunun ihraç etmiş olduğu tahvilleri mali piyasalar absorbe edebilecek düzeyde olmalıdır. Böylece MB kamu finansmanında en minimum düzeyde başvurulacak bir kurum halini alacaktır(Kalaycı, 2002:279).

Zayıf bir bankacılık sisteminin varlığı durumunda, merkez bankasının faizleri arttırmak suretiyle enflasyon hedefini sürdürmek istediğini varsayalım. Faizlerin artması finansal sistemi çökertecektir. Bankacılık sisteminin bu zayıf yapısının fark edilmesiyle, sermaye akımları tersine dönecek ve ülkeden sermaye çıkışları başlayacaktır. Bu da döviz kurlarında bozulmaya, yerli paranın devalüasyonuna ve aşırı parasal genişlemeye yol açacaktır(Yiğitbaş, 2009:215).

2.2.6.7. Güçlü Bir Finansal Sistem

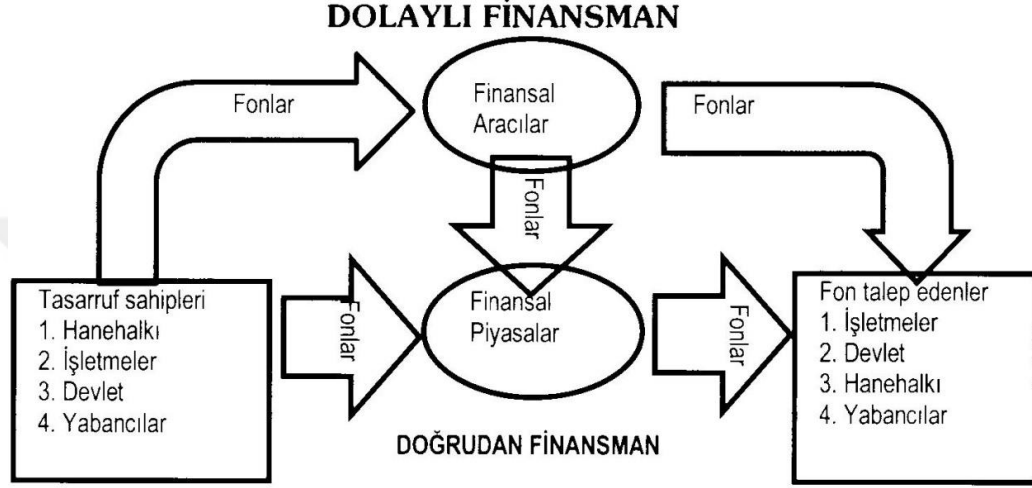
İyi işlemeyen bir finansal sistemin mevcut olduğu bir ekonomide, merkez bankasının faiz kanalıyla ekonomik birimlerin tüketim ve yatırım kararlarını etkilemesi istenen düzeyde olmayacaktır(Özatay, 2018:405).

Finansal yapının yeterli düzeyde güçlü ve istikrarlı olması şokların etkilerinin kaldırılmasında merkez bankasına yardımcı olacaktır. Aynı zamanda MB finansal istikrarı korumak yerine enflasyon hedeflemesi stratejisine daha da konsantre olabilecektir. Bir diğer açıdan da fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasında kalmayarak enflasyonu belirlenen hedefe çekebilmek için uygun görülen faiz değişikliklerini gerçekleştirebilecektir(Öztürk, 2009:197).

Gelişmiş finansal piyasaların en belirgin özelliği, bu piyasaların hem yeterince derinliğe hem de likit bir yapıya sahip olmasıdır. Derin ve likit piyasalar, varlık fiyatlarındaki değişimlere karşı sigorta görevi üstlenmekte aynı zamanda merkez bankasına gelecek döneme ilişkin piyasa beklentilerini açıklayan bilgiyi aktarmaktadır. Bu tür piyasalar ekonomik şokları absorbe edecek güce sahiptir. Yine gelişmiş finansal piyasalar parasal ve döviz kuru operasyonlarının yönetiminde de rahatlık sağlamaktadır (Orhan ve Erdoğan, 2015:305).

Finansal piyasalar en yalın haliyle, ellerinde fazladan fonu olan fon arz edenlerle bu fonlara ihtiyaç duyan fon talep edenlerin bulunduğu piyasalardır. Bu doğrudan finansmandır. Daha kompleks bir hal aldığına da araya aracı kurumlar dahil olmaktadır. Bu ise dolaylı finansmandır.

Şekil 4: Doğrudan ve Dolaylı Finansman



Kaynak: Uygurtürk, 2018:271

Şekil(4)'de doğrudan ve dolaylı finansman anlatılmaktadır. Tasarruf sahipleri olan hanehalkı, işletmeler, devlet ve yabancılar ellerindeki fazla tasarrufları finansal piyasa yardımıyla borçlanmak isteyenlere yani fon talep edenlere ulaştırması işlemi olan doğrudan finansman gösterilmektedir. Yine bu fon arz edenlerin fon talep edenlere tasarruflarını aracılar kanalıyla ulaştırması işlemi olan dolaylı finansman anlatılmaktadır.

Enflasyon hedeflerinin başarılı olmasının bir başka ön koşulu da güçlü bir finansal sistemin varlığıdır. Güçlü finansal sistemin olmaması halinde ekonomi finansal krizlere açık hale gelmekte bunun sonucunda da enflasyon yükselirken reel ekonomik aktivitede daralmalar olmaktadır. Ayrıca finansal sistemin kırılma olmasında, para otoritelerinin para politikalarını ekonominin içinde bulunduğu ortama göre yürütülmesi yeteneğini sınırlamaktadır(Acet, 2009:29).

2.2.7. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Uygulanması

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayacak olan bir merkez bankası, öncelikle amaç fonksiyonunu belirlemelidir. Amaç fonksiyonunu belirlerken de

yasalar ile bağılıdır. Yasalarda merkez bankasının amacının sadece fiyat istikrarını sağlamak olduğu belirtiliyorsa, katı enflasyon hedeflemesi uygulanabilecek demektir. TCMB yasasında belirtildiği gibi fiyat istikrarını sağlamakla birlikte büyüme ve istihdamı da desteklemesi bekleniyorsa, esnek enflasyon hedeflemesi uygulanabilecek demektir(Özatay, 2018:408).

Merkez bankası tarafından orta vadeli sayısal hedeflerin açık bir şekilde taahhüt edilerek kamuoyuna ilan edilmesi olarak bilinen enflasyon hedeflemesinde, enflasyonu etkileyebilecek her türlü değişken değerlendirme kapsamına alınmaktadır. İlk kez 1990 yılında Yeni Zelanda'da uygulanmıştır. Bu rejimin başarıyla uygulanabilmesi için gelişmiş sermaye, para ve döviz piyasalarına ihtiyaç vardır. Kamuoyu düzenli aralıklarla bilgilendirilmeli, uygulanacak olan politikalar şeffaf olmalıdır. Diğer önem taşıyan durum ise, maliye politikası para politikasını destekler nitelikte olmalıdır(Öztürk, 2009:192).

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan bir merkez bankasının, politika aracı olarak belirlediği kısa vadeli faiz oranlarını belirlemesi iki türlü olabilmektedir. Birincisi, enflasyon hedefi ile ileri tarihli yapmış olduğu enflasyon tahminleri arasındaki farkı baz alarak. Bu durumda katı enflasyon hedeflemesi uygulanmış olmaktadır. İkincisi ise, yukarıda bahsedilen farkla birlikte üretim düzeyi ile potansiyel üretim düzeyi arasındaki farkı da dikkate alarak ki bu şekilde uygulanan enflasyon hedeflemesine de esnek enflasyon hedeflemesi denir(Özatay, 2018:393).

Enflasyon hedeflemesinin olmazsa olmaz ön koşulları(Yılmaz, 2005:89):

- Merkez bankasının fiyat istikrarı hedefine kilitlenmesi,
- Bağımsız bir merkez bankası,
- Mali piyasaların gelişmiş ve derin olması denilebilir.

Merkez bankası enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya aldığı anda bazı hususlarda karar vermelidir. Bunlardan bazıları; hedefleme için bir tercih yapmalı, enflasyon oranı veya fiyat düzeyi bunlardan hangisini seçeceğini belirtmelidir. Hedeflemeyi enflasyon oranına göre yapacaksa, endeks seçimini yapmalıdır. Hedef aralığını belirlemelidir, nokta ya da bant şeklinde. Şayet bant şeklinde yapacaksa bant genişliğini belirlemelidir(Yiğitbaş, 2009:213). Tercih seçiminde enflasyon oranını

alan merkez bankası, bir hedef bir de tahmini enflasyon oranı belirlemektedir. Bu ikisini karşılaştırarak para politikasını şekillendirmektedir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinde ara hedef yoktur, doğrudan odaklanılan konu fiyat istikrarıdır. Ancak uygulamaya bakıldığında, merkez bankası tahmin edilen enflasyonu dikkate alarak faiz oranlarını belirlemekte, dolayısıyla faiz oranları nihai hedef olan fiyat istikrarının ara hedefi olma özelliği taşımaktadır(Öztürk, 2009:193).

2.2.7.1. Hedef Seçimi Yapılması

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde enflasyon oranı mı yoksa fiyat seviyesi mi hedeflenmeli konusu ateşli tartışma konularındandır. Elbette ki hedeflenen fiyat seviyesinin zaman içerisinde daha önceden belirlenen bir şekilde yukarı çıkmasına izin verilmelidir, sonsuza kadar sabit kalması gerekmemektedir. Fiyat seviyesi yerine enflasyon oranının hedeflenmesinin görece dezavantajı, fiyatlarda beklenmeyen krizler geçmişte olmuş algısı yaratabilmekte bu da enflasyon hedeflemesi kapsamında fiyat seviyesindeki tahminlerde çeşitlilik göstermekte, sonuç olarak özel sektör planlaması bundan olumsuz etkilenmektedir(Mışkın, 2014:222). Her iki hedefle amaç fiyat istikrarını sağlamak olsa da kendi aralarında anlam ve netice bakımından farklılıklar vardır. Merkez bankası enflasyon oranını hedefler de hedeften sapma gibi durumlar ortaya çıkarsa, gereken önlemleri alarak halihazır politikaları uygulamaya devam edecektir. Yani MB bir sonraki dönemde hedef enflasyon oranını gerçekleştirememiş olmasını telafi etmeye çalışmayacaktır. Şayet MB hedefini fiyat seviyesi olarak belirler de gerçekleşen enflasyon hedef olarak belirlediği fiyat seviyesinin üzerinde olursa, bir sonraki dönemde fiyat seviyesini hedef fiyat seviyesine indirme çabaları içine girecektir(Gül ve Gürbüz, 2007:4).

Enflasyon hedeflemesinde kullanılabilir olan tek nominal çapa enflasyon hedefidir. Çapanın güvenilirliği yüksek olmalıdır. Böylece ortalama fiyatları ve enflasyon beklentilerini uzun dönemde istikrara kavuşturabilecektir. İlaveten, faiz oranlarındaki risk primini asgariye indirecektir. Enflasyon hedefi olarak kullanılan çapanın iki amacı vardır. Bunlardan ilki, piyasalara enflasyonun ne olacağı konusunda sağlam bilgi aktarmaktır. Diğeri ise faktörlerin kalitesini arttırmak adına düşük enflasyon olacağının teminatını vermektir(Yılmaz, 2005:88).

2.2.7.2. Fiyat Endeksi Seçimi

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde, hedeflenen enflasyonun ölçümünde kullanılacak olan fiyat endeksi de oldukça önemlidir. Endeksin açık, anlaşılır ve güvenilir olması beklenmektedir. Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayacak olan merkez bankası, hangi enflasyonu hedefleyeceğini belirlemelidir. Seçenekler arasında üretici enflasyonu, tüketici enflasyonu ya da para politikasına daha duyarlı olan çekirdek enflasyon vardır. Bunlardan üretici fiyat endeksinin kullanılmak istenmemesinin nedeni, örneğin levha, alüminyum gibi öğelerin fiyatlarının tüketicileri ilgilendirmemesidir(Özatay, 2018:408). Birçok ülke tüketici fiyat endeksi (TÜFE) veya çekirdek enflasyonu tercih etmektedir. TÜFE, toplum tarafından en çok bilinen ve de izlenebilen bir endekstir. Çekirdek enflasyon ise, geçici şoklarda daha az etkilenme avantajına rağmen hayat pahalılığını tam manasıyla aksettirmedigi için güven problemine yol açmaktadır. Bu nedenle de TÜFE'ye göre daha az tercih edilmektedir(Öztürk, 2009:193).

TÜFE, enflasyon hedeflemesi stratejisinde sıklıkla kullanılmaktadır. Nedeni ise, kolay anlaşılabilir olması, değişime uğramadan düzenli aralıklarla yayınlanıyor olması gösterilebilmektedir. Bununla birlikte, çekirdek enflasyon da ekonomide oluşan şokların etkilerini ortadan kaldırmasıyla ve de politika sonuçlarını güzel analiz etmesiyle tercih sebebi olabilmektedir. Çekirdek enflasyonun TÜFE'ye nazaran şeffaf olamayacağı yönünde eleştirilerde mevcuttur(Yılmaz, 2005:88). Tüketici fiyat endeksini kullanmanın bazı sakıncalarına değinecek olursak bunlardan birincisi, bazı mal ve hizmetlerin para politikası ile aralarındaki bağ zayıftır. Örneğin, don ve sel baskını olması halinde, sebze ve meyve fiyatları yükselişe geçebilecektir. Yine aynı şekilde bazı malların da fiyatlarının yüksek bir bölümü vergilerden oluşmakta ve vergi oranlarında yapılan oynamalardan etkilenmektedir. Örneğin, tütün ve alkollü içecekler. Böyle durumlarda para politikasından bağımsız bir şekilde fiyatlar değişme göstermektedir. Enflasyonda artış ve azalış olma izlenimi verebilmekte, merkez bankası da yok yere faiz tepkisi vermek durumunda kalabilmektedir(Özatay, 2018:408).

Çekirdek enflasyonu tercih etmenin en reel avantajı, söz konusu olan bu göstergeler geçici şoklardan daha az etkilenmekte ve para politikasının kontrolünde

olmayan fiyatları dışlamaktadır. Bu endeks, sürekli dışsal şoklara maruz kalan ve değişken kalemlerin tüketici endeksi içinde yüksek ağırlığa sahip olduğu gelişmekte olan ülkeler bakımından önem arz etmektedir. Bunların yanı sıra, çekirdek enflasyon hayat pahalılığını gerçek manada yansıtmadığından kamuoyu tarafından inanılır bulunmamaktadır. Burada para otoriteleri sık sık seçilen endeksi değiştirmemelidir ve de endeks kolay hesaplanabilir olmalıdır, ayrıca bu endeksin nasıl oluşturulduğu hakkında kamuoyu bilgilendirilmelidir(Kara ve Orak, 2008:8-9).

2.2.7.3. Hedef Aralığının Belirlenmesi

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde karar verilmesi gereken bir diğer konu da enflasyon hedefinin nokta mı aralık mı olacağı ve de bu bandın genişliğinin ne olacağıdır. Burada kullanılabilir olan alternatifler; nokta hedef veya aralık hedeflerdir. Nokta hedef, enflasyon hedeflemesinde daha güçlü bir taahhüt sağlamakta, bu sebepten de yapılan hataları en asgariye düşürmek için daha ince ayarlanmış bir para politikasına ihtiyaç duyulmaktadır. Aralık hedefler ise, bant genişliği hakkında karar vermeyi gerektirmektedir. Bant genişliğini ayarlayarak; kısa dönemde belirsizlikleri azaltmak, enflasyon hedefinin kırılmamasını garanti etmek ve merkez bankasına esneklik katmak amaçlanmaktadır. Ancak bu da güvenilirliği zedelemektedir. Bandı dar ya da geniş tutarak esneklik ile güvenilirlik arasında seçim yapmak durumunda kalınmaktadır. Bandın dar olması, para politikasında istikrarsızlığı teşvik etmektedir. Burada hedef enflasyona ulaşmak için kısa bir zaman ve para politikası araçlarında da daha fazla değişkenlik ile karşı karşıya kalınmaktadır. Bilhassa bandın çok dar olması durumunda, bandın üzerinde seyreden enflasyonu önlemek için faizlerin düşürülmesi dalgalanmayı daha da arttırarak finansal sistemde istikrarsızlığa neden olabilmektedir. Çok geniş tutulan bant ise, belirsizliği arttırarak hedefin gerçekleşmesini ve dolayısıyla güvenilirliği zayıflatabilmektedir(Yay, 2012:312).

Merkez bankaları enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasında nokta hedef ya da bir hedef aralığı belirleme yoluna gitmişlerdir. Nokta hedef, halk tarafından rahatlıkla anlaşılabilen aynı zamanda beklentilerde bir noktaya kilitlenebilmektedir. Fakat hedefi tutturmak aralık hedefe nazaran daha güçtür. Hedef aralık olarak belirlendiğinde, merkez bankasına daha esneklik sağlamaktadır. Nokta

hedefe kıyasen hedef tutturma olasılığı yüksektir. Tüm bunlara rağmen hedef tutturulamazsa güven kaybı nokta hedefe kıyasla daha fazla olmaktadır(Öztürk, 2009:195-196). Bununla birlikte enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan birçok ülkede, hedef aralığı mümkün olduğunca vurgulanmıştır. Böylece, ekonomide oluşan bir negatif talep şokuyla, talepteki ciddi düşüş enflasyon oranının hedeflenen aralığın altına düşmesine neden olacaktır. Bu durumda merkez bankası, enflasyon beklentisinde artış olma kaygısına kapılmadan, genişletici para politikasını uygulayabilecektir. Böylelikle, negatif talep şoku sonucu reel ekonomi istikrar kazanacaktır(Mışkın, 2014:254).

Enflasyon hedeflemesinde, nokta hedeften ziyade bant aralığını referans almak hedefin tutturulma zorluğunu ortadan kaldıracaktır. Çünkü hedeflerin ilan edilip devamlı surette tutturulamaması merkez bankasına olan güvenin sorgulanmasına yol açacaktır(Yılmaz, 2005:89).

2.2.7.4. Hedefleme Süresinin Belirlenmesi ve İlan Edilmesi

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde önem arz eden bir diğer konu da hedefleme süresinin belirlenmesidir. Hedefleme süresi, para otoritesinin hedef enflasyon oranına ulaşmayı taahhüt ettiği süredir. Bir başka deyişle, hedefleme süresi, enflasyon hedefinin hangi sıklıkla ve hangi zaman dilimini kapsayacak biçimde duyurulacağı belirlenmesidir(Kara ve Orak,2008:9). Bu strateji uygulanırken olması gerektiğinden kısa bir zaman belirlendiği durumda, kontrol etmekte yetersizlik ve de araç istikrarsızlık problemi ile karşı karşıya kalınabilecektir. Bu sebepten, bu stratejinin uygulanabilmesi için en uygun zaman boyutu belirlenerek kamuya ilanı gerçekleştirilmelidir(Öztürk, 2009:193).

Para politikasında ciddi görülen problemlerden biri de para politikasının ekonomi üzerindeki etkisinin belli bir gecikmeyle ortaya çıkmasıdır. Faiz oranlarındaki bir değişiklik önce finansal değişkenleri ardından da kısa bir gecikmeyle finansal akımları, devamında çıktıyı ve en sonunda da enflasyonu etkilemektedir. Yani para politikasını enflasyon üzerindeki etkisi uzun ve değişken olabilmektedir. Bu aktarım mekanizmasının son halkası altı ile sekiz çeyreklik bir zamanda gerçekleşebilmektedir(Güler,2017:28). Para politikası etkisini kısa vadede

göstermemesi sebebiyle, merkez bankasının birden fazla yıl için hedef açıklaması daha doğru olacaktır. Farz edelim ki MB sene ortasında hedeflemiş olduğu enflasyonu tutturamayacağını gördü. Bunun üzerine kısa vadeli faiz kanalına başvuracaktır. Ancak, bu politikasının etkisi aynı yıl içerisinde değil bir sonraki yılda ortaya çıkacaktır. Böylelikle, halka bu durumun geçici olduğunu açıklama rahatlığını elde edebilecektir. Diğer bir yararı ise, ekonomide meydana gelebilecek şoklara karşı şiddetli refleks göstermekten kurtaracak olmasıdır(Özatay, 2018:409).

Enflasyon hedeflemesi, taahhüt barından bir stratejidir. Bu stratejiyi uygulayan ülkelerdeki merkez bankası, hedef bir enflasyon oranını belirli bir vadenin sonunda yakalayacağını kamuoyuna ilan ederek taahhütte bulunmaktadır. Ülke uygulamalarına bakıldığında taahhüde konu olan hedefleme süresi 1 yıl, 2 yıl veya 3 yıldır. Fakat kimi ülkelerde bu şekilde bir süre kısıtına gerek duyulmamaktadır. Bu ülkeler enflasyon hedeflemesinin temel amacı olan fiyat istikrarını tesis ettikleri için enflasyon hedefine ilişkin süre kısıtına bağlı kalma zorunluluğu ortadan kalkmaktadır. Fiyat istikrarının tesis edildiği bu ülkelerde ekonomik birimler, cari dönemde düşük seviyelerde olan enflasyon oranının gelecek dönemde sapma göstermeyeceği beklentisindedirler(Orhan ve Erdoğan, 2015:309–310).

Sonuç olarak başarılı bir enflasyon hedeflemesi için gerekli koşullar tablo(7)'de gösterilmiştir.

Tablo 7: Enflasyon Hedeflemesi İçin Gerekli Koşullar

Kurumsal Zorunluluklar	Rasyonelleri
Parasal otoritenin Araç Bağımsızlığına Sahip Olması	Merkez bankası önceden belirlenen enflasyon hedefine ulaşmak için serbestçe hareket etme ihtiyacı duyar.
Parasal Otoritenin En Az Bir Tane Etkili Para Politikası Aracını Serbestçe Kullanabilmesi	Merkez bankası, piyasaları para politikası hakkında arzuladığı şekilde bilgilendirmek ve özellikle enflasyonist beklentilerin yönelimini etkilemek üzere en azından bir tane temel para politikası aracına sahip olmalıdır.
Hesap Verebilirlik	Merkez bankasının kamuoyuna ilan edilen fiyat istikrarı hedefine ulaşmadaki sorumluluklarının açık olması, kurumun güvenilirliği açısından önemli bir zorunluluktur.
Açıklık	Merkez bankası, hükümet, piyasalar ve kamuoyu ile kolaylıkla anlaşılır bir yöntem kullanmak suretiyle sık aralıklarla iletişim kurmalıdır. Bu uygulama sayesinde kurumun şeffaflık düzeyi artırılır.
Dalgalı Kur Sistemine Geçilmesi	Ekonomideki parasal koşulların belirlenmesi açısından ulusal para politikasının etkinliğini sınırlamayan döviz kuru sistemi, enflasyon hedefine ulaşma açısından parasal otoriteye esnek davranma olanağı sağlar.
Müşterek Sorumluluk	Üzerinde mutabakata varılan sayısal bir enflasyon oranı, merkez bankası ve hükümetin katılımı ile ortak bir hedef olarak ilan edilmelidir. Çünkü tek taraflı sorumluluk güvenilirliği zedeleyebilir.
Para ve Maliye Politikası Arasındaki Uyumun Sağlanması	Maliye politikası para politikası ile çalışmayacak şekilde dizayn edilmelidir. Çünkü para ve maliye politikası arasında uyum tesis edilmediği sürece enflasyon hedefine sorunsuz bir şekilde ulaşmak hayli güçtür.
Kamuoyu Desteğinin Sağlanması	Uygulanan para politikası stratejisinin cari ekonomik koşullara en uygun tercih olduğu kamuoyu tarafından anlaşılmalıdır.
Finansal Sistemin Güçlendirilmesi	Finansal piyasalar fiyat istikrarı hedefi ile ilgili kuşkuları arttırmayacak ve ılımlı enflasyonist beklentilerin oluşmasına katkı sağlayacak düzeyde likit ve sofistike olmalıdır.
Ekonomik Zorunluluklar	Rasyonelleri
Uygun Bir Fiyat Endeksinin Seçimi	Enflasyon hedefi belirli bir endeks ile ifade edilmelidir. Söz konusu endeks, herkes tarafından anlaşılır ve paranın satın alma gücündeki gelişmeleri açıklar nitelikte olmalıdır.
Enflasyon Hedefi İçin Belirli Bir Aralık Ve Zaman Seçimi	Enflasyon hedefi güvenilir bir strateji olduğu gibi eşanlı olarak politika uygulanmalarında esneklik olanağı da sağlamalıdır. Ancak önemle belirtmek gerekir ki, esneklik derecesinin yanı sıra hedef aralığının orta noktası ilan edilmelidir.
Para Politikasının Aktarım Mekanizmasına İlişkin Yeterli Bilginin Sağlanması	Politika yapıcılar, politika araçların temel makroekonomik değişkenleri etkileme hızı ve gücü konusunda yeterli düzeyde bilgilendirilmelidirler.
Enflasyon Tahminlerine İlişkin Hazırlıkların Yapılması	Enflasyon hedefi, öncelikli olarak enflasyonist beklentilerin enflasyon hedefine ilişkin bandın içinde çapalanacağını garanti eden parasal bir stratejidir.

	Dolayısıyla bu stratejiyi uygulayan ülkelerdeki merkez bankaları ileriye dönük bir tutum içerisinde olmalı ve en azından kısmen de olsa tahminleri ya da enflasyon projeksiyonlarını etkilemelidir.
Piyasa Katılımcıları İçin Yeterli Miktardaki Ekonomik Enformasyona Zamanında Ulaşma Olanağının Sağlanması	Finansal piyasaların yönelimi açısından merkez bankasının karar alma sürecine ilişkin sinyaller oldukça önemlidir. Dolayısıyla ekonomik enformasyonun sağlanması zamanında ve kabul edilebilir ölçüm hatası ile gerçekleştirilmelidir.

Kaynak: Orhan ve Erdoğan, 2015:310–311

2.2.8. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Avantajları ve Dezavantajları

Enflasyon hedeflemesinin birçok avantajı vardır. Döviz kuru hedeflemesinin aksine, tıpkı parasal hedeflemede olduğu gibi enflasyon hedeflemesi de yurtiçi şoklara hızlıca cevap verme esnekliğine sahiptir. Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan merkez bankası, para politikasını ayarlamak için gerekli tüm bilgileri kullanabilmektedir. Ayrıca para politikası istikrarlı bir enflasyon ilişkisine dayanmadığından ani şokların oluşması da pek gözlenmemektedir. Enflasyon hedeflemesi tıpkı döviz kuru hedeflemesi gibi halk tarafından rahatlıkla anlaşılabilir, bu sebepten de daha şeffaf olmaktadır. Oysa parasal hedefler ile enflasyon hedeflemesini kıyaslırsak, parasal hedefleme daha az kolay anlaşılır, bu yüzden de daha az şeffaftır. Şayet parasal büyüklükler ile enflasyon arasındaki ilişki öngörülemeyen sapmalara sebep oluyorsa, parasal hedefler şeffaflığını yitirecektir, çünkü bu hedefler artık para politikasının vaziyeti hakkında doğru sinyal veremeyeceklerdir. Enflasyon hedeflemesi ile merkez bankası net bir hedef değer belirlediğinden, hesap verme ile karşı karşıya kalacağını bildiği için aşırı genişleyici politikalar izleyemeyecek, böylece zaman tutarsızlığı sorununun çıkma olasılığı azalacaktır. Merkez bankasının belirlemiş olduğu bu hedeflerin dışına çıkamama durumunun bir diğer avantajı da bu sayede politik baskıların azalma gösterecek olmasıdır (Mıshkin, 2014:253).

Enflasyon hedeflemesinde gelecek dönem enflasyon oranları dikkate alınırken, diğer ara rejim politikalarında geçmiş ya da cari dönem enflasyon oranları dikkate alınmaktadır. Bu durum avantaj sağladığı gibi, merkez bankasına para politikası üzerinde zayıf bir kontrol gücü verdiği için dezavantaj da sayılabilmektedir.

Yine enflasyon hedeflemesi stratejisi esnek sistematik ve rasyonel bir para politikası rejimi olduğundan diğer para politikası rejimlerine kıyasla daha öndedir. Ayrıca bu rejimde, hedefler açıkça ilan edildiğinden kur riski ortadan kalkmakta ve de aynı zamanda menkul kıymetlerin değerindeki aşırı dalgalanmayı önlemektedir. Yani bu stratejide belirsizliklerin azaltılmış olması yatırımlar ve tasarrufları artırıcı bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır(Doğru ve Savrul, 2013:24–25).

Enflasyon hedeflemesinin avantajlarını genişletecek olursak: Enflasyon hedeflemesinde sadece parasal büyüklükler değil mevcut bulunan tüm değişkenler kullanıldığından, para ile enflasyon arasında istikrarlı bir ilişkinin olmasına gerek duyulmamaktadır. Yine bu strateji ile siyasi otoritelerin baskıları ve zaman tutarsızlığı problemi yaratan politikaları azalma gösterecektir. Çünkü siyasi otoritenin gerçekleştiremeyeceği vaatlerin yerini artık merkez bankasının sorumluluğundaki politikalar alacaktır. Merkez bankası da genişletici para politikası uygulayarak üretim ve istihdamı arttırabilecektir. Böylelikle de zaman tutarsızlığı problemi ile karşı karşıya kalınmayacaktır. Son olarak da enflasyon hedeflemesi stratejisi merkez bankasının sorumluluğunu arttıran bir stratejidir(Mışkın, 2000:154).

Enflasyon hedeflemesi stratejisi yukarıda anlattığımız avantajlarının yanı sıra birtakım eleştirilere de maruz kalmıştır. Bu eleştirilere bakacak olursak: Birincisi, para politikası etkilerini uzun gecikmeler sonrasında gösterdiğinden, enflasyonist sonuçlar da uzun bir gecikme ile ortaya çıkacaktır. Bu yüzden de piyasalara ve halka para politikası ile alakalı sinyaller göndermede gecikme yaşanacaktır. İkincisi, bazı iktisatçılara göre, enflasyon hedeflemesi ile para otoriteleri katı kurallara maruz kalacaklardır. Bu da öngörülemeyen bir durumun varlığında takdir haklarını kullanmalarına engel olacaktır. Oysa ki uygulamaya baktığımızda bir katılıktan söz edemeyiz. Şöyle ki, kuralların aksine merkez bankası her türlü enformasyonu kullanarak uygun politika seçimini yapabilmekte, tek bir değişken üzerinde kalması beklenmemektedir. Yine ekonominin durumuna göre merkez bankası enflasyon hedeflerinde değişikliğe gidebilmektedir. Üçüncüsü, sadece enflasyona odaklanan merkez bankası, hedeflerin üzerinde bir enflasyon oranıyla karşılaştığında sıkı bir para politikası uygulayarak üretimde dalgalanmalara yol açmaktadır. Uygulamaya baktığımızda ise, enflasyon hedeflemesi sadece enflasyona kilitlemiş olmayı

gerektirmemektedir. Merkez bankası sıfırın üzerinde bir enflasyon oranı belirleyerek üretim dalgalanmalarına cevap verebilmek için kendisine geniş bir alan bırakmaktadır. Ayrıca, bu şekilde sıfırın üzerinde enflasyon hedefi belirleyerek reel ekonomik faaliyetlerde düşüşü engellemekte ve deflasyon riskini uzaklaştırmaktadır. Dördüncüsü, düşük enflasyon oranları neticesinde üretim azalırken işsizliğin artacak olmasıdır. Enflasyonu düşürürken deflasyonist bir aşamada üretim belki normalin altında gözlenecektir. Ancak, düşük enflasyon oranları yakalandığında üretim ve istihdam en baştaki aşamalarına geri dönecektir. Örneğin, Yeni Zelanda dezenflasyon sonrasında güçlü bir büyüme trendi yakalamıştır(Mışkın, 2000:156-158).

Enflasyon hedeflemesinin bir büyük dezavantajı olan politik icraatlara enflasyonun ancak uzun bir gecikme ile yanıt vermesi sonucu, merkez bankası hedef enflasyon oranını yakalayabilmek için hangi politik icraatları kullanacağını rahatlıkla belirleyememekte, aynı zamanda kamuoyu da para otoritelerinin vermiş olduğu vaatlerle örtüşen hareketlerde bulunup bulunmadığını kolaylıkla belirleyememektedir. Tüm bunların sonucunda merkez bankası hedef enflasyon oranını tutturamamakta ve bunun sonucunda da kendisine olan inanç yitirmeye başlamaktadır(Abel vd., 2017:625). Enflasyon hedeflemesinin dezavantajlarını çoğaltacak olursak: Birincisi, aşırı katı ve taviz verilmeden uygulanması gereken bir politika olmasıdır. İkincisi, bilhassa arz şoklarının meydana geldiği durumlarda, daha çok hissedilen etkin olmayan bir üretim dengesine sebebiyet vermesidir. Üçüncüsü, kısa dönemde ekonomik büyüme üzerinde sınırlandırıcı etki yaratmasıdır. Dördüncüsü, bu rejim ile birlikte enflasyon, döviz kuru ve para arzı gibi büyüklüklerin para otoritelerinin kontrolünden çıkmasıdır(Yılmaz, 2005:88, Sökmen, 2017:49).

Enflasyon hedeflemesinin avantajlarının yanı sıra yetersiz kaldığı birtakım ilave sorunları da vardır. Bunlar(Yay, 2012:314–315):

- Para politikasını yürütürken bağımsız olabilmek ve ülkenin genel gidişatına göre para politikasını yönetebilmek için, teknik bilginin; donanımın ve de yeterliliklerin üst düzeyde olması gerekmektedir.
- Kısa dönemde ekonomik büyümeyi sınırlayarak dezenflasyona yol açmanın da maliyetine bakıldığında diğer hedeflemelere nazaran maliyetleri azımsanacak düzeyde değildir.

- Merkez bankası kredibilitesini şeffaflık, bilgilendirme ve hesap verme kusurlarından dolayı zedeleyebilmektedir.
- Ekonomide yaşanan ciddi arz şokları neticesinde üretimin stabil olması etkinsizlik problemini doğurabilmektedir.
- Mali politikaların para politikaları karşısındaki üstünlüğünün önüne geçilememektedir.
- Enflasyon hedeflemesinin uygulanmasında bir gereklilik olan esnek döviz kuru rejimi mali istikrarsızlıkları doğurabilmektedir.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. TÜRKİYE’DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN UYGULAMA SÜRECİ

2000 yılına gelindiğinde Türkiye ekonomisinin temel belirleyicisi, sene başından itibaren uygulanmaya başlayan “Enflasyonu Düşürme Programı” olmuştur. Bu programdaki orta vadeli amaçlar; enflasyonu üç yıllık bir süre zarfında tek haneli rakamlara düşürmek, kaynakları daha etkili kullanmak ve de büyüme potansiyelini yükseltmektir. Programdaki temel unsurlar; faiz dışı fazla vermek, yapısal reformları hayata geçirmek, özelleştirmeleri daha da hızlandırmak, hedef enflasyonla uyum içinde olan bir gelirler politikası izlemek, para ve kur politikalarını düşük hedef enflasyona odaklamaktır(TCMB, 2000:13).

Enflasyon hedeflemesi stratejisi Türkiye’de ilk defa 9 Aralık 1999’da İMF’ye sunulan niyet mektubu ile gündeme gelmiştir. Bundan böyle merkez bankası kur politikasını yalnızca enflasyon hedefine göre uygulayacaktır. Merkez bankası, iki farklı kur rejimi kullanacağını ilan etmiştir. 2000 yılı ocak ayından başlayarak 18 aylık sürede, döviz kurunu çapa olarak belirlemiştir, takip eden dönemde ise “band” uygulamasına geçilerek kurun band içerisindeki hareketlerine müdahalede bulunulmayacak, kur dalgalanmaya bırakılacaktır(TCMB,1999:1-12). Merkez bankası kurların dalgalanmaya bırakılmasını takiben piyasadaki Türk Lirası ihtiyacını karşılayarak ödeme sistemine işlerlik kazandırmıştır. Böylece kısa bir süre içerisinde kısa vadeli faiz oranları %80’ler civarına düşmüştür. Fakat, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri ile kur ve faiz riski artmış olup ciddi kayıplarla karşı karşıya kalınmıştır (Akbakay, 2016:254).

Bu gelişmeler karşısında merkez bankası, “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı”nı 2001’de halka duyurarak, kur rejiminin terkedilmesiyle ortaya çıkmış olan güven bunalımını ve istikrarsızlığı hızla kaldırmayı amaçlamıştır. Böylece döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılmasına son verilmiş olup, dalgalı kur rejimine geçilmiştir. Güçlü ekonomiye geçiş programının hedeflerine değinecek olursak: Enflasyonla mücadeleyi dalgalı kur sisteminde kararlı bir şekilde sürdürebilmek. Bankacılık sisteminde yapılandırmaya giderek, reel sektör ile bankacılık sistemi

arasında sağlam bir ilişki kurmak. Kamu finansman dengesini güçlendirmek. Tüm toplumu kapsayacak şekilde ve de enflasyonla uyumlu bir gelirler politikası izlemek. Yapısal reformları oluşturarak esneklik ve şeffaflığı sağlamaktır(Acar, 2012).

Tablo 8: GEGP'nin Çerçevesi

GEGP Unsurları	Hedefler	Uygulama Araçları	Uygulama Sonuçları
Yapısal Yenilemeler	Merkez Bankası'nın özerkliği ve piyasa ekonomisinin düzenlenmesi	Merkez Bankası Kanunu, doğal tekelere ve ağ endüstrilerine yönelik Düzenleyici Kurum Yasaları	Telekomünikasyon, Tütün, Şeker Üst Kurullarının Oluşturulması
Bankacılık Sistemi Reformları	Sağlam bankacılık sistemi rasyolarının oluşturulması	Bankacılık Kanunu	BDDK'nın Kurulması, TMSF'ye işlerlik kazandırılması
Faiz ve Kambiyo Politikaları	Yatırımcılar İçin Orta Vadeli perspektif sağlanması	Kur sistemleri,	Dalgalı Kur Sistemine Geçilmesi, Yönetimli Dalgalanma, Örtülü kur çapasının uygulanması
Ekonomik Büyüme Stratejileri	Sıkı maliye politikası, Anti-enflasyonist yaklaşım, istikrarlı ekonomik büyüme	Yüksek oranlı (% 6) Faiz Dışı Fazla, Cari Açık/Milli Gelir oranının kontrolü ve finansmanı	Düşük kur politikasıyla oluşan cari açığın dış borçlanma rakamlarına yansması

Kaynakça: Taşar, 2010:82

İkincil olarak, dünyada birçok ülkede başarısını kanıtlamış olan Enflasyon Hedeflemesi Rejimine geçiş gündeme gelmiştir. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı madde 29'da belirtildiği üzere ekonomideki belirsizliklerin azalması ile enflasyon hedeflemesine geçileceği belirtilmiştir. Ancak ikinci bölümde de ayrıntılı olarak belirttiğim üzere enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı olabilmesi için birtakım önkoşulların oluşması gerekmektedir. Bu önkoşulların tamamlanmadan enflasyon hedeflemesine geçildiği durumda bu stratejiye olan güven tamamen sarsılacaktır. Bu sebepten etkinliğini kısıtlayan faktörlerin zayıflamasını beklemek doğru olacaktır. Bir diğer yandan da merkez bankası tarafından yapılan açıklamada, ileriye dönük belirsizlikleri aza indirmek ve beklentileri şekillendirebilmek adına 2002 yılına parasal hedefleme ile başlanacağı ve de gelecek dönem enflasyon odaklı bir para politikası uygulanacağı belirtilmiştir. Buradaki "gelecek dönem enflasyon"u ile "örtük enflasyon hedeflemesi" ve dolayısıyla koşullar oluştuğunda da açık enflasyon hedeflemesi stratejisine geçileceği vurgulanmıştır(Erol, 2008:143).

3.1. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Rejimi (2002-2005 Dönemi)

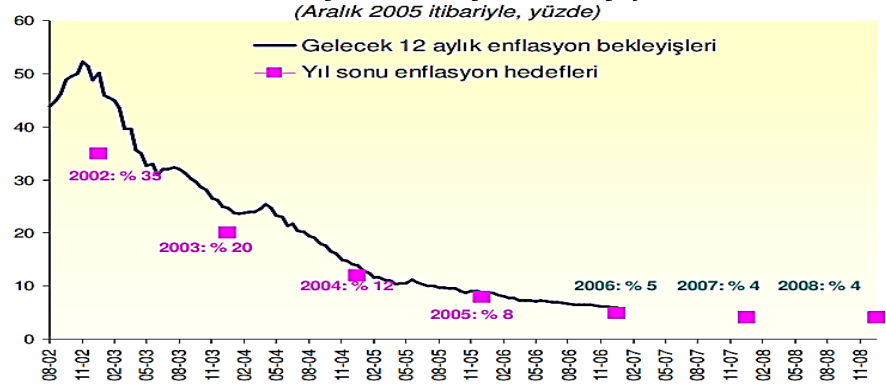
25 Nisan 2001 tarihli Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu ile MB'nin kurumsal yapısı esas amacı olan fiyat istikrarını sağlayacak hale getirilmiştir. Bahsi geçen kanunda getirilen yenilikler ile; merkez bankasının temel amacının fiyat istikrarı olduğu ve bu amaca ulaşmak için de para politikasını bağımsız kullanacağı kabul edilmiştir. 2002-2005 döneminde merkez bankasının kurumsal çerçevesi ve mali disiplindeki olumlu gelişmeler bankayı daha şeffaf ve hesap verebilir bir hale getirmiştir. Bu da tablo (9)'da ve grafik (4)'de gösterildiği üzere, enflasyon hedeflemesinin uygulanmış olduğu bu dönemde, enflasyonist beklentilerin belirlenen hedeflere yaklaştığını ve de kredibilitesi artan merkez bankasının enflasyonla mücadelede bayağı ilerleme sağladığını göstermektedir(Kansu, 2007:65-66).

Tablo 9: Yılsunu Enflasyon Hedefi, Enflasyon Bekleyişleri ve Güvenilirlik Farkı (Aralık 2005 itibarıyla, Yüzde)

	2002	2003	2004	2005
Hedef	35	20	12	8
Yılın Başında Bekleyişler	48,3	24,9	13,1	8,4
Güvenilirlik Farkı	+ 13,3	+ 4,9	+ 1,1	+ 0,4

Kaynakça: Kansu, 2007:66

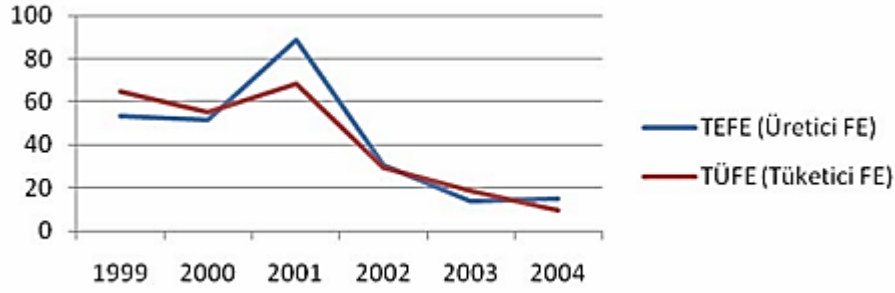
Grafik 4: Gelecek 12 Aylık Enflasyon Bekleyişleri



Kaynakça: Kansu, 2007:66

2000 yılında uygulamaya konulan Enflasyonu düşürme programı 2001 ocak ve şubat aylarında da etkisini hissettirirken, şubat 2001'den sonra kur rejiminin değişerek dalgalı kur uygulanmaya başlanmasıyla TL'de nominal değer kayıpları enflasyonda ani artışlara sebebiyet vermiştir. 2001 yılında TEFE %88.6 ve TÜFE yurtiçi talebin daralmasıyla %68.5 olarak gerçekleşmiştir. Güçlü ekonomiye geçiş programının kararlılıkla yürütülmesi sonucunda 2001 yılının son çeyreğinde enflasyon oranlarında artış yavaşlamıştır. Bu yavaşlama 2002 yılında da kendisini artarak göstermiştir. 2002 yılı sonunda TÜFE'de %29.27 artış ile son 20 yılın ve TEFE'de %30.8 artış ile de son 16 yılın en düşük enflasyon rakamları ölçülmüştür(Taşar, 2010:89).

Grafik 5: GEGP Sonrası Enflasyon Oranlarının Düşme Eğilimi



Kaynakça: Taşar, 2010:89

Merkez bankası, 2001 senesinin ikinci yarısında örtük enflasyon hedeflemesi stratejisinin 2002 yılında uygulanmaya başlayacağını duyurmuştur. Merkez bankası örtük enflasyon hedeflemesinde, beklentiler ve kısa vadeli faiz oranlarını gelecek dönem enflasyonunu kontrol etmek amacı ile kullanmıştır. Bu dönemde para politikası kurulu toplantılarında merkez bankası başkanı tarafından kısa vadeli faizler belirlenirken, parasal hedefler de çapa işlevi üstlenerek parasal genişlemenin güvenceye alınmasına katkı sağlamıştır. Parasal büyüklükler aynı zamanda gelecek dönem enflasyon için takip edilse de enflasyonun yüksek seyrettiği dönemlerde para talebini tahmin etmenin zorunluluğu ve para talebinde parasal göstergeler arasındaki ilişkiye istikrarsızlığın varlığı gibi nedenlerden dolayı bankaca daha temkinli izlenmiştir(Oğuz, 2010:13).

2002 yılının ilk dört ayında kararlılıkla uygulanmış olan programın IMF tarafından da desteklenmesi programa olan güveni arttırmıştır. TL bu dönemde %8

düzeyinde değerlendirilmiştir. Belirsizliklerin azalması piyasalara iyimser havayı getirerek enflasyon beklentilerini aşağıya çekmiştir. Fiyat artışları, maliyet yönlü enflasyonist baskıların azalmasıyla ve de iç talepteki düşüşün sürmesi nedeni ile yavaşlamaya başlamıştır. Tüm bu gelişmeler neticesinde MB kademeli olarak gecelik borçlanma faiz oranını %59'dan %48'e, borç verme faiz oranını da %62'den %55'e düşürmüştür(TCMB, 2003:13).

2003 yılına gelindiğinde TÜFE'de gerçekleşen enflasyon hedeflenenin 1,6 puan altında, TEFE'de ise gerçekleşen enflasyon hedeflenenin 2,6 puan altında kalarak enflasyon hedeflerine ulaşılmıştır. 2002-2003 yılları arasında yılın ilk çeyreği dışında, TL döviz kuru sepeti karşısında %7 değer kazanmıştır. 2003 yılında enflasyonun düşüşünde hissedilir etki olarak, iç talebin arzı zorlayarak fiyatlar üzerinde baskı oluşturulmaması gösterilebilmektedir. Her ne kadar enflasyondaki bu düşüşte döviz kurunun katkısı yadsınamaz bir gerçek olsa da, TL'nin değer kazanmasında güçlü ekonomiye geçiş programının rolü de yabana atılmamalıdır(TCMB, 2004:65-68).

2002-2004 yılları arasında dalgalı kur rejimini uygulayan merkez bankası, 2004 yılında da gelecek dönem enflasyonuna odaklanmıştır. Bu yılda TÜFE'de gerçekleşen enflasyon hedeflenen enflasyonun %10 altında oluşmuştur. Yine bu dönemde merkez bankası mali piyasalardaki istikrarı gözetenek temel hedefi olan fiyat istikrarını gerçekleştirmeyi amaçlamıştır. Ayrıca, para politikasını 2002 ve 2003 yıllarında olduğu gibi örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde oluşturmuştur (Bozkurt, 2006:158). Bu amaçla MB, politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanmıştır. Ek olarak, hükümet de kamu çalışanlarının maaşlarındaki artışı ve vergilerdeki ayarlamaları enflasyon hedefi çerçevesinde belirlemiştir. Bu dönemde TL'deki değerlendirme ithal girdi fiyatlarını düşürerek enflasyon hedefine ulaşmada yardımcı olmuştur. Reel ücretlerin üzerinde verimlilik artışının gerçekleşmesi maliyet yönlü enflasyonist baskıların oluşmasını sınırlandırmıştır. Her ne kadar petrol ve tarım fiyatlarındaki hızlı artış toptan eşya fiyatlarındaki enflasyonun düşüşünü yavaşlatsa da bu hal tüketici enflasyon hedefine ulaşmayı engelleyememiştir. MB, enflasyondaki düşüşe paralel olarak yıl içerisinde dört defa faiz indirimine gitmiştir(TCMB, 2005:15-16).

Tablo 10: Temel Ekonomik Göstergeler

	2001	2002	2003	2004
Büyüme Hızı, GSYİH(yüzde)	-7,5	7,9	5,8	9,6
Büyüme Hızı, GSMH(yüzde)	-9,5	7,9	5,9	10,0
Toptan Eşya Fiyat Endeksi	88,6	30,8	13,9	13,8
Tüketici Fiyat Endeksi	68,5	29,7	18,4	9,3

Kaynak: TCMB, 2005:19

2005 yılına gelindiğinde son dört yıla kıyasla enflasyondaki düşüş yavaşlayarak devam etmiştir. Enflasyondaki düşüşün yavaşlamasına rağmen; ihtiyatlı para politikası, bütçe disiplininden ödün verilmemesi ve hedeflenen enflasyon ile gerçekleşen enflasyonun uyum içinde olması sonucunda enflasyon beklentileri olumlu seyrini muhafaza etmiştir. Buna ilaveten yapısal reformlardaki hızlanmalar, 3 yıllık bütçe planlamasına geçilmesi, kararlılıkla yürütülen orta vadeli programın varlığı, Avrupa Birliğine tam üyelik için müzakerelere başlanması gibi finansal istikrarı güçlendirici ve parasal reforma dayalı tüm bu gelişmeler sonucunda risk primi düşerek Türk Lirası yatırım araçlarına talep artmıştır. Tüm bu gelişmeler ışığında orta ve uzun vadeli reel faizlerde düşüş sürerken, vadeler de ekonominin genelinde uzamaya başlamıştır. Böylelikle Türk Lirası güçlü konumunu sürdürmüştür. Faizlerin düşüşü ve vadelerin uzaması borçlanma imkanlarının da artışı tüketim ve yatırım harcamalarında hızlı artışı getirmiştir. Bu dönemde enflasyondaki düşüşün yavaşlamasına neden olan başlıca unsurlar; tüketimdeki ve iş gücündeki artış, hizmet enflasyonundaki katılık ve de petrol fiyatlarındaki artıştır(TCMB, 2006a: 1-2).

3.2. Açık Enflasyon Hedeflemesi Rejimi (2006-2009) ve 2008 Küresel Finans Krizi

3.2.1. 2006 – 2007 Dönem Para Politikasının Duruşu

Enflasyonun 2004 yılında tek haneli oranlara ulaşması, yapılan yasal düzenlemeler, kamuda ve finans kesiminde kaydedilen ilerlemeler örtük enflasyon hedeflemesi stratejisinden açık enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş sürecini hızlandırmıştır(Kartal, 2011:86). TCMB enflasyon hedeflemesinin temel unsurlarını şu şekilde açıklamıştır: Sayısal bir enflasyon hedefi belirlenerek kamuoyuna duyurulacak ve belirli bir süre sonunda hedefine ulaşacağına dair taahhüt edecek. Para politikası araçları belirlenen hedef enflasyona ulaşmak için kullanılacak. Para politikası kararları şeffaf olacak. Merkez bankası faiz kararlarını alabilmek için geniş bir bilgi setine başvuracak. Merkez bankası tarafından beklentiler iyi yönetilecek ve iletişim kanalları aktif kullanılacak(TCMB, 2006b:3-6).

Merkez bankası 2006 Ocak ayından itibaren açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiştir. Örtük enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulandığı dönemde düşük seyreden enflasyon oranları 2006 yılının ilk çeyreğine gelindiğinde duraksama göstererek %8,16 dolaylarında gözükmiştir. Buna neden ise tütün ve alkollü içeceklerin, enerji fiyatlarının ve de gıda fiyatlarının artışı gösterilebilmektedir. 2006 Haziran ayında yıllık enflasyon hedeflenen enflasyon oranının (%5) üzerinde gerçekleşerek %10,12 düzeylerinde oluşmuştur. Buna ek olarak 2006 yılının ocak ayında meydana gelen petrol şokları ve altın fiyatlarındaki aşırı artışlar da enflasyonun beklenenden yüksek oluşmasına nedendir. Mayıs ayında ise TL'nin dolar karşısında %20'nin üstünde değer kaybedişi bunun da etkisini ithalatta göstermesi enflasyonu yükseltmiştir. Bu durum karşısında merkez bankası daraltıcı para politikası uygulayarak enflasyon beklentilerinde kısmi de olsa iyileşmeye sebep olmuştur. (Karasu, 2018:87).

Merkez bankasının 2006 yılında yaptığı açıklamada değindiği konu şöyledir; istikrara kavuşan enflasyonun var olduğu ekonomilerde, para politikasının amacının gerçekleşen enflasyonun hedeflenen enflasyonun altında olmasından çok, hedefle gerçekleşenin tutarlı olmasıdır. Bu yıldan itibaren 3 yıllık bütçe uygulamasına

geçilerek, belirlenen hedefler ile makroekonomik projeksiyonlar uyum içinde olması amaçlanmıştır. 2006, 2007 ve 2008 yılları için yılsonu enflasyon hedeflerini de sırasıyla %5, %4 ve %4 olarak belirlemiştir. Bununla birlikte enflasyon hedefini de kolay anlaşılabilir olması dolayısıyla “nokta hedef” olarak belirleyip hedeften her iki yönde sapmaya imkan veren iki puanlık belirsizlik aralığı oluşturmuştur(Kartal, 2011:87).

2006 yılının ilk aylarından itibaren enflasyon hedeflemesine geçen Türkiye ekonomisi, uluslararası konjonktürden kaynaklı yaşamış olduğu şoklar sonucu tablo (11)'de görüldüğü üzere enflasyon ve enflasyon beklentileri artarak 3 yıl için belirlenmiş olan hedefler aşılmıştır. Bir diğer yandan da ülkede yaşanan kuraklıktan dolayı gıda fiyatları artarak enflasyonun yükselmesine sebep olmuştur. Böylece 2006 Nisan ayından itibaren hedef enflasyondan (%5) uzaklaşarak %9,7 civarlarında bir enflasyon oranı ile karşı karşıya kalmıştır(Yaman, 2018: 60).

Tablo 11: Enflasyon Hedeflemesi, Belirsizlik Aralığı ve Enflasyon Gerçekleşmeleri (2006 – 2008 Enflasyon Hedeflemesi Dönemi)

Yıllar	Aylar	Belirsizlik Aralığı Üst Sınırı	Hedefle Tutarlı Politika	Belirsizlik Aralığı Alt Sınırı	Gerçekleşme
2006	Mart	9,4	7,4	5,4	8,16
	Haziran	8,5	6,5	4,5	10,12
	Eylül	7,8	5,8	3,8	10,55
	Aralık	7	5	3	9,65
2007	Mart	11,2	9,2	7,2	10,86
	Haziran	8,7	6,7	4,7	8,6
	Eylül	7,3	5,3	3,3	7,12
	Aralık	6	4	2	8,39
2008	Mart	9,1	7,1	5,1	9,15
	Haziran	8,5	6,5	4,5	10,61
	Eylül	8,3	6,3	4,3	11,13
	Aralık	6	4	2	10,06

Kaynak: Yaman, 2018:60

2006 yılının 3. çeyreğinde, tüketici fiyat enflasyonu yıllık bazda %10,55 düzeyinde gerçekleşmiştir. 2006 yılında enflasyonun yükseliş göstermesinin sebepleri arasında; uluslararası petrol ve altın fiyatlarındaki artış, hızlı sermaye çıkışları sonucu

yaşanan arz şokları gösterilebilmektedir. Ayrıca, döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisi de enflasyonun yüksek oranda gerçekleşmesine sebep olmuştur. İkinci çeyrekte mali piyasalarda görülen dalgalanmalar TL'nin döviz sepeti karşısında nominal olarak %15 civarlarında değer kaybetmesiyle neticelenmiştir(TCMB, 2006c:1).

Tüm bu gelişmeler birlikte ele alındığında, uluslararası konjonktürden kaynaklı şoklar, hızlı sermaye çıkışları enerji ve gıda fiyatlarındaki artışlar MB'nın belirlemiş olduğu yılsonu enflasyon oranlarını tutturamamasına sebep olmuştur. Bankanın enflasyon hedeflemesine geçtiği ilk yıl için istenilen başarıyı gösteremediği söylenebilmektedir.

2001 yılında örtük enflasyon hedeflemesi, 2006 yılından itibaren ise açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçen Türkiye, para politikası olarak fiyat istikrarına odaklanan bir stratejiyi benimsemiştir. Bu bağlamda, politika aracı olarak kısa vadeli faizler kullanılmıştır. Bu şekilde uygulamaya konulan strateji enflasyonla mücadele konusunda büyük katkıda bulunmuştur. Böylece, enflasyon uzun yıllardan sonra kalıcı olarak tek haneli rakamlara düşürülmüştür(Başçı ve Kara,2011:3).

2007 yılının ilk çeyreğine bakıldığında gerçekleşen enflasyonun yıllık bazda %10,86 olduğu görülmektedir. Buradan hareketle enflasyonun hedefle uyumlu politika çevresinde oluşturulan belirsizlik aralığında kaldığı söylenebilmektedir. Yıllık enflasyonun yüksek seviyelerde oluşmasına yol açan unsurlar ise; işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artış, tütün mamullerine yapılan zamlar, sıkılaştırıcı para politikasının henüz enflasyon üzerinde yansımalarının belirginleşmemesi ve döviz kurunun azalarak da olsa gecikmeli etkisinin sürmesidir(TCMB, 2007a:1).

2006 senesinin Mayıs-Haziran döneminde küresel ekonomide gelişmiş ülkeler lehine likidite koşullarının değişmesi sonucu bu ülkelerden sermaye çıkışı hız kazanmıştır. Türkiye ekonomisi de bu durumdan etkilenerek TL'de %30 seviyelerinde bir değer kaybı yaşanmıştır. Enflasyon beklentileri de olumsuz etkilenince merkez bankası 2006 Haziran ayında politika faizini 175 baz puan arttırma yoluna gitmiştir. Tüm bu gelişmeler sonuç olarak, merkez bankasının örtük enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya aldığından beri ilk kez ciddi boyuta varan bir faiz artırımına gittiğini göstermektedir. Haziran 2006'da uygulanan daraltıcı para politikaları etkisini

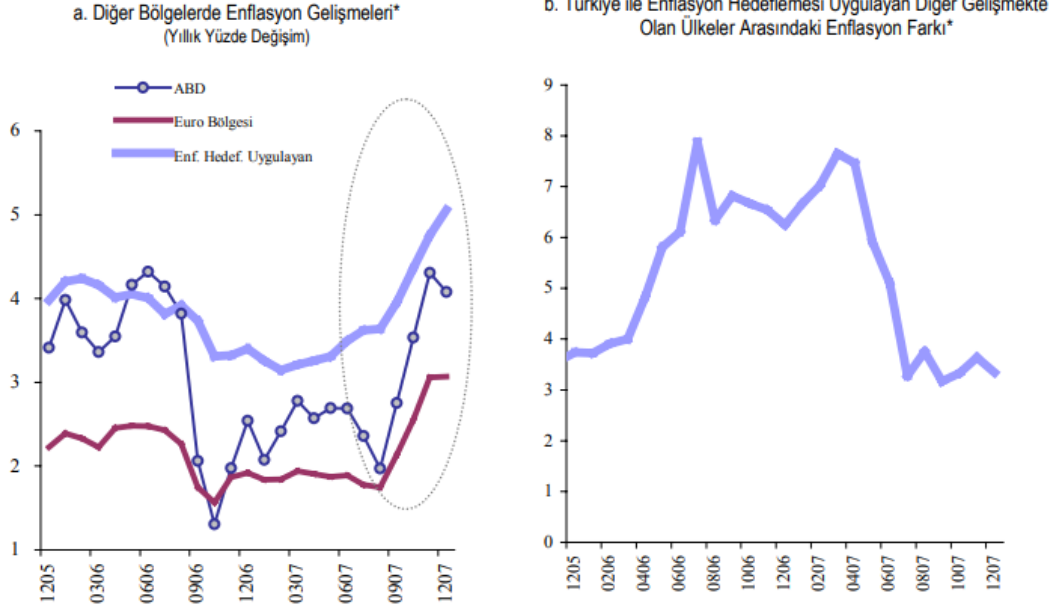
2007 yılının ikinci yarısından itibaren göstermeye başlamıştır. Döviz kurlarındaki oynaklık azalmış, enflasyon beklentilerinde olumlu dönüşler olmuş ve ekonomi yavaşlamıştır. Buradan hareketle, toplam talep ve bilhassa ticarete konu edilmeyen malların enflasyonu üzerinde politika faizinin etkili olduğunu söylenebilmektedir (Kara ve Orak, 2008: 54-55).

2007 yılının ikinci çeyreğinde, her ne kadar iç talepte ılımlı bir toparlanma gözükse de genel itibari ile birinci çeyreğe benzer bir büyüme olduğu görülmüştür (TCMB,2007b:1-3). GSYİH'in düşme eğilimine girmesi işsizliği de beraberinde getirmiştir. 2006 senesinde %10,2 olarak gerçekleşen işsizlik 2007 senesinde artış göstererek %10,3 civarında oluşmuştur(Toker, 2020:71-72).

2007 yılında ABD'de konut kredisi piyasalarında ortaya çıkan sorunlar küresel piyasalarda bir mali krize sebep olmuştur. Portföylerinde bu riskli ve getirisi yüksek yatırım fonlarına önemli bir pay ayıran kuruluşlar da bu sorundan ciddi manada etkilenmişlerdir. Yine aynı yılda petrol fiyatları iki katına yakın artış göstermiştir. Aynı şekilde emtia ve gıda fiyatlarındaki artış 2007 yılı için hemen hemen tüm ülkelerde enflasyon üzerinde baskı yaratmıştır. Buradan hareketle tüm bunların merkez bankasının belirlemiş olduğu hedefleri tutturamamasına neden olduğu söylenebilmektedir(Çimenoğlu, 2007:29).

Ham petrol, emtia ve gıda fiyatlarındaki ciddi artışlar gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere enflasyon üzerinde baskı yaratmıştır. Türkiye'ye bakıldığında (Grafik 6), diğer ülkelere kıyasla 2007 senesinde enflasyon daha olumlu seyretmiştir. 2006 sonu itibariyle Türkiye'de enflasyon %9,7 civarındayken, 2007 sonunda %8,4 düzeyine düşmüştür. Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelere aynı dönemde %3,4 düzeyinden yüzde %5,1'e yükselmiştir(TCMB, 2008a:2-3).

Grafik 6: Uluslararası Enflasyon Gelişmeleri (ABD, Euro Bölgesi ve Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon)



*Enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkeler örneğinde Brezilya, Çek Cumhuriyeti, İsrail, Kolombiya, Filipinler, Güney Afrika, Macaristan, Meksika, Peru, Polonya, Romanya, Şili, Slovakya ve Tayland.

Kaynak: TCMB, 2008a: 2

2007 yıl sonu itibarıyla her ne kadar gerçekleşen enflasyon %9,7'lerden düşerek %8,4 düzeylerine gelse de hedeflenen enflasyonu (%4) ve de belirsizlik aralığını (%6) aşması kamuoyu tarafından bankaya olan güveni sarsmaktadır. Burada oluşan kanaat bankanın izleyeceği politikanın hedef enflasyonu belirlerken ekonomik durumu daha gerçekçi ele alması gerektiği yönündedir.

3.2.2. 2008 – 2009 Dönemi Para Politikasının Duruşu ve 2008 Küresel Finans Krizi

ABD'de mortgage piyasalarında ortaya çıkan ve tüm dünyayı olumsuz etkileyen emlak sektörüne ilişkin problemlerin temeli, beş yıl önce kredibilitesi zayıf olan kişilere finansal kuruluşlar tarafından mortgage kredisi vermeye başlanmasıyla atılmıştır. ABD'deki bankalar ekonomiyi canlandırmak amacıyla inşaat sektörünü kullanmak istemiş ve de bunun sonucunda riskli kredilerin boyutu 1,5 trilyon dolara ulaşmıştır. Ardından bankalar daha fazla kredi verebilmek için riskli gruba vermiş olduğu kredilerinden doğan alacaklarını teminat göstererek, emlak tahvilleri çıkarıp piyasaya yüksek faizle sürmüşlerdir. Ayrıca ipotekli gayrimenkuller üzerinden yeni

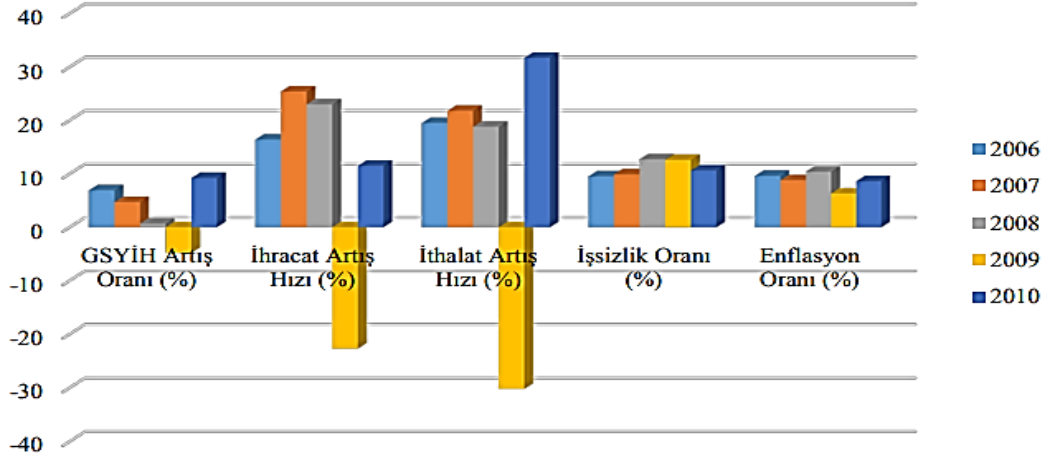
ipotekler yaparak yeni kredi imkanı yaratmışlar ve böylece reel karşılığı olmayan kredi hacmini arttırmışlardır (Susam ve Bakkal, 2008: 73-74).

Hızlı kredi büyümesi ve fiyatlarda oluşan hızlı artışın yarattığı riskleri merkez bankaları ve düzenleme otoriteleri görememiş ve dolayısıyla gereken önlemler alınamamıştır. Kredi türev ürünlerinin risklerinin yanlış ölçülmesi hatta finansal mühendislik teknikleri kullanmak suretiyle ölçülemez hale gelişi, akabinde yeterli denetimlerin olmayışı ve kredi kullanımına ilişkin masraf ve diğer tüm detaylar hakkında bilgilendirmenin olmayışı asimetric enformasyon problemini doğurmuştur (Aras, 2010: 99).

Küresel krizin ortaya çıktığı dönemlerde ABD’de bankacılık sistemi denetlenmiş olsa da gölge bankacılık da denilen türev piyasaları ile hedge fonları, finans piyasalarındaki hacim artışı nedeni ile yeteri kadar denetlenmemiştir. Dolayısıyla türev piyasalarındaki araçlara ilişkin değerler bağlı olmuş oldukları emlak değerinin üzerine çıkarak reel değerinden oldukça uzaklaşmıştır. Buna “kredi balonu” denilmektedir. En başında sistem içerisinde sigorta görevi üstlenerek riski devretme amacı güden türev ürünler, bu süreç dahilinde kendileri bizzat risk unsuru olmaya başlamıştır. Söz konusu bu türev ürünlerin Avrupa Bankalarına satışıyla da kriz Avrupa’ya da sıçramıştır (Fidan ve Fırat, 2020: 90-91).

Küresel krizin Türkiye üzerindeki etkileri 2008 yılının son çeyreğinde hem iç hem de dış talepte belirgin bir şekilde ortaya çıkmıştır. Küresel konjonktürde ekonomik faaliyetlerin yavaşlaması Türkiye’nin ihracatını olumsuz etkileyerek hem fiyat hem miktar bazında yavaşlama olarak kendini göstermiştir. Bu dönemde artan kısa vadeli sermaye girişleri finansal istikrara yönelik riskleri arttırmıştır (Öztürk vd., 2012: 300).

Grafik 7: Türkiye Ekonomisi Temel Göstergeler (2006 – 2010)



Kaynak: Fidan ve Fırat, 2020: 97

Türkiye piyasalarında 2008 krizi ile birlikte belirsizlik ortamı hakim olmaya başlamıştır. Küresel piyasalardaki finansal sıkılaşmayla, ülkede yatırım ve tüketim azalma gösterirken, tasarrufların artışıyla iç talepte daralmalar yaşanmıştır. Grafik (7)'de, Türkiye ekonomisinde krizin en derin hissedildiği yıl olan 2009'da ekonomi %4 düzeyinde küçüldüğü görülmektedir. Bu dönemde ihracat artış hızı %20'nin üstünde düşüş gösterirken, ithalatta ise %30 üzerinde bir düşüş gerçekleşmiştir. İşsizlik %10 seviyelerine çıkarken, enflasyon 2008 yılında çift haneli rakamları görmüştür. Ancak enflasyon, 2009'un ikinci çeyreği itibarıyla düşmeye başlamıştır. Bu düşüğe küresel iktisadi faaliyetlerdeki daralmanın, mal fiyatlarındaki gerilemelerin ve vergi indirimlerinin etkili olduğu görülebilmektedir (Fidan ve Fırat, 2020: 97).

Merkez Bankasının enflasyona dair endişelerinin azalması, fiyat istikrarı amacıyla çelişmeden finansal krizin ülke ekonomisi üzerinde yaratabileceği olası olumsuzlukları gidermeye odaklanmasına ve bu bağlamda gerekli para politikasını oluşturmaya imkan tanımıştır. Bankanın amaçlarının en başında, talepte meydana gelen daralmayı sınırlamak olmuştur. Bu sebeple 2008 Eylül ayından itibaren 2009 yılı boyunca da devam eden faiz indirimi gerçekleştirilmiştir. Bunlara ilave olarak da bir hafta vadeli repo işlemlerine ilave üç aya kadar vadeli repo kullanmaya başlamış ve de zorunlu karşılık oranlarını indirmiştir. Ayrıca MB, yurtiçi döviz piyasalarının etkin çalışmasına önem vermiştir. Tablo (12)'de döviz piyasasında istikrara yönelik adımlar gösterilmektedir. Tablodan da anlaşılacağı üzere 2008 son çeyreктen itibaren

döviz piyasasına yönelik politikalar, 2009 yılının sonlarında etkisini göstermektedir (Serel ve Bayır, 2013: 64).

Tablo 12: 2008 Eylül – 2009 Ağustos Tarihleri Arasında Para Politikası Uygulamaları

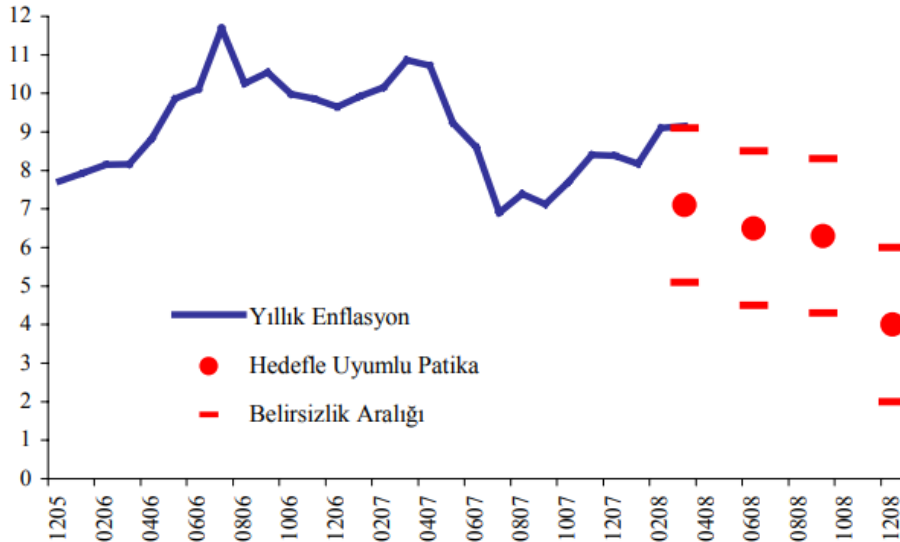
Tarih	Müdahale Aracı	Müdahalenin Amacı
Ekim 2008	Döviz alım ihalelerine ara verilmiştir.	Kalıcı olarak döviz piyasalarından çekilen döviz rezervlerinin sistemde kalması
	Döviz depo aracılık faaliyetlerine yeniden başlanmıştır	Bankaların döviz likiditesi bakımından daha esnek kararlar alabilmesi ve piyasalardaki döviz likiditesi sıkıntısını gidermesi politikaların teşvik edilmesi
	Bankaların Döviz Depo Piyasaları'ndaki işlem yapabilme limitleri kademeli olarak artırılmıştır. Söz konusu borçlanma limitleri çerçevesinde bankaların alabilecekleri döviz depolarının vadesi 1 haftadan 1 aya uzatılmıştır.	
	Döviz borçlanma faiz oranları %10'dan; ABD doları için %7'ye, Euro için %9'a düşürülmüştür.	
24-27 Ekim 2008	Döviz satım ihaleleri ile toplam 100 milyon ABD dolayı satılmıştır.	Sağlıksız fiyat oluşumlarının engellenmek istenmesi
Aralık 2008	Yabancı para zorunlu karşılık oranı %11'den %9'a düşürülmüştür.	Piyasalara döviz likiditesi sağlanması
	İhracat reeskont kredisi limiti yükseltilmiş ve bu kredilere kullanım kolaylığı getirilmiştir.	Dış ticarete yaşanan döviz likiditesi sıkıntısının giderilmesi
Şubat 2009	Döviz Depo Piyasasında bankaların Merkez Bankası'ndan alabilecekleri döviz depolarının vadesi 1 aydan 3 aya uzatılmış, söz konusu piyasada bankaların kendi aralarında gerçekleştirdikleri, karşılaştıkları işlemlerde daha önce 1 aya kadar olan vade 3 aya kadar uzatılmıştır.	Bankaların döviz likiditesi bakımından daha esnek kararlar alabilmesi ve piyasadaki döviz likiditesi sıkıntısını giderici politikaların teşvik edilmesi
	Döviz borçlanma faiz oranları ABD doları için %7'den %5,5'e, Euro için %9'dan %6,5'e düşürülmüştür.	
10 Mart ve 3 Nisan 2008	Döviz satım ihaleleri ile toplam 0,9 milyar ABD doları satılmıştır.	Sağlıksız fiyat oluşumlarının engellenmek istenmesi

20 Mart ve 17 Nisan 2009	İhracat reeskont kredisi kullanımının yaygınlaştırılmasına yönelik olarak, daha fazla sayıda firmanın ihracat reeskont kredisinden yararlandırılmasını sağlayacak düzenlemeler yapılmış, kredi limitleri yükseltilmiştir.	Dış ticarete yaşanan döviz likiditesi sıkıntısının giderilmesi
4 Ağustos 2009	Döviz alım ihalelerine tekrar başlanmıştır.	Küresel ekonomiye ilişkin olumlu beklentilerle birlikte yabancı sermaye girişindeki artışlar nedeniyle, döviz piyasası likiditesinin yeniden gözden geçirilmek istenmesi

Kaynak: Serel ve Bayır, 2013: 65

2008 yılının ilk çeyreği itibarıyla petrol fiyatları hızla artarak petrolün varili 100 ABD doları civarında oluşmuştur. Yine, gıda fiyatlarındaki artış devam etmiş olup Mart ayı itibarıyla %13,4 seviyesine ulaşmıştır. Bunlara ilaveten küresel belirsizliklerin varlığı risk iştahını azaltırken finansal piyasalarda oynaklığı arttırmıştır. TL tüm bu gelişmeler karşısında değer kaybederken, Mart ayı enflasyonunun artmasında da etkili olmuştur. Böylece yılın ilk çeyreğinde enflasyon grafik (7)'de gösterildiği üzere belirsizlik aralığının (%9,1) üst sınırını aşarak %9,15'e yükselmiştir (TCMB, 2008b:1).

Grafik 8: Yıllık TÜFE Enflasyonu ve Hedefle Uyumlu Patika

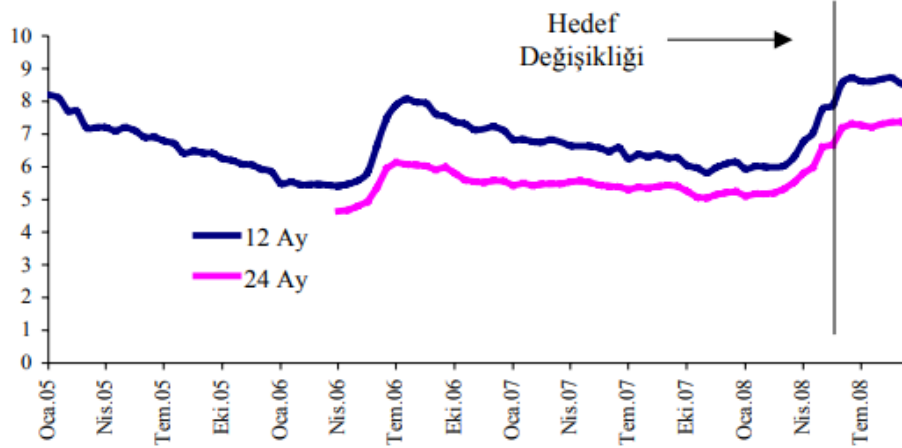


Kaynak: TCMB, 2008b:1

Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulandığı dönem süresince gerçekleşen enflasyonun hedeflenenin üzerinde oluşması iktisadi birimlerin beklentilerini olumsuz

etkilemiştir. 2002-2005 dönemleri arasında enflasyon beklentilerini oluşturan iktisadi birimler enflasyon hedeflerine bağlı kalırken; 2006 senesinin ortalarına gelindiğinde, yaşanan olumsuz gelişmelerin neticesinde enflasyonun hedef değerinden uzaklaşması sebebiyle beklenti oluşturmada bu yapının değiştiğini göstermektedir. İktisadi birimler beklentilerini oluştururken artık geçmiş dönem enflasyonunu da göz önünde bulundurmaktadırlar. Bu bağlamda, enflasyon hedeflerinin üst üste iki yıl aşılması ve de üçüncü yılda da aşılmasının bekleniyor olması, beklentileri oluşturmada enflasyon hedeflerinin referans olma fonksiyonunun zayıflamasına sebep olmuştur. Bu durumun enflasyonla mücadele vermede maliyetleri arttıracaklarını fark eden merkez bankası, hem beklentileri kontrol altına almak hem de enflasyon hedeflemesi rejimine olan güveni yeniden kazanmak adına, 2008 Haziran ayında hükümete hitaben açık bir mektup yazarak 2009-2011 yılları için yeni hedefler belirlenmesini önermiştir. Öneri kabul edilmiş olup, belirlenen hedefler sırasıyla %7,5, %6,5 ve %5,5'tir. Bu sayede, beklentilerini oluşturan iktisadi birimler daha gerçekçi enflasyon oranlarıyla karşılaşabileceklerdir(Kara ve Orak, 2008:56-57).

Grafik 9: 12 ve 24 Ay Sonrasına İlişkin Enflasyon Beklentileri



Kaynak: Kara ve Orak, 2008:58

2008 yılının son çeyreğine baktığımızda, beklenen enflasyon %11,1 iken gerçekleşen enflasyon %10,1 civarında olarak yılsonu tahminlerinin altında kalmıştır. Bu da orta vadeli tahminlere temel olan başlangıç noktasını bir puan aşağı çekmiştir. Bu dönemde enflasyonu etkileyen unsurlara değinecek olursak; finansal krizin yerini küresel durgunluğa bırakması, iç ve dış talepte sert bir yavaşlamanın varlığı ve de emtia fiyatlarındaki keskin düşüştür. Bu bağlamda merkez bankası son çeyrekte

politika faizlerini 375 baz puan indirerek faiz indirimi sürecini başlatmıştır (TCMB,2008c:4-9).

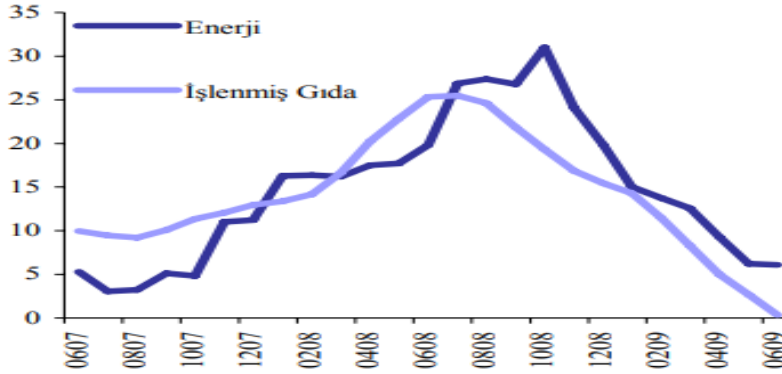
2009 yılının ilk çeyreğinde reel ekonomi üzerinde küresel finans krizinin etkileri derinleşmiştir. Bu dönemde gelişmiş ülkeler sorunlu varlıkları da içine alacak şekilde likidite ve kurtarma operasyonlarına devam etmiş, mali destek paketleri görülmemiş düzeylerde sunulmuştur. Tedbirler küresel riski dizginlemeye yardımcı olsa da krizin sebep olduğu güven kaybı büyüme oranlarının tüm dünyada gerilemesine yol açmıştır. Bu bağlamda 2008 yılında enflasyon baskılarının varlığı yerini 2009 yılının ilk çeyreğinde gelişmiş ülkelerde deflasyon kaygılarına bırakmıştır. Sermaye akımları ve dış ticaret hacminin daralma seyrine girmesi, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde daralma sorununu doğurmuştur. İktisadi faaliyetlerdeki sert düşüşler, emtia fiyatlarındaki gerilemeler enflasyonda ciddi bir düşüş sorunu yaratacağına işaret etmiştir. Bunun üzerine MB, fiyat istikrarı amacı ile çelişmeden tedbirler almaya başlamıştır. Bu bağlamda, 2008 yılının son çeyreğinden itibaren yüksek oranlarda faiz indirimine gitmiş, aynı zamanda da finansal sisteme işlerlik kazandırmak ve de etkin bir kredi piyasası sunmak için bir dizi tedbirler almıştır. Bu tedbirler; bir hafta vadeli repo ihaleleri yaparak piyasadaki likidite ihtiyacını karşılamıştır, döviz likiditesine yönelik işlemler yaparak döviz piyasasına işlerlik kazandırılmıştır, ihracat reeskont kredilerine kullanım kolaylığı getirilerek reel sektör üzerindeki olumsuz etkilerin kaldırılması amaçlanmıştır(TCMB, 2009a:1-11).

Faizlerin düşürülmeye başlandığı Kasım 2008'den 2009'un son çeyreğine kadar olan süreçte yaşanan gelişmeler merkez bankasının krizin boyutu ve iktisadi faaliyetlerin enflasyon üzerindeki etkileri öngörüsünü destekler nitelikte olmuş olup bankaca alınan politika kararlarının haklılığını ortaya koymuştur. Bu sayede finansal değişkenler ve beklentiler üzerinde para politikası kararlarının etkinliği artmıştır. Bu da MB'nin piyasa faizleri üzerindeki belirleyiciliğini güçlendirmiştir. 2008 küresel krize baktığımızda iktisadi konjonktür ve para politikasının, küresel riskin yüksek seviyelerde olduğu dönemlerde dahi piyasa faizlerini şekillendirme gücü vardır. Tüm dünyada artan kamu borçları orta ve uzun vadeli faizleri yukarı yönlü baskılarken, Türkiye'de piyasaların risk iştahına duyarlı olduğu bu dönemde piyasa faizlerinin belirleyicisi olarak merkez bankasının politika faizlerinin devam ediyor olması

ekonomide para politikasının etkinliğinin arttığını göstermektedir(Akbakay, 2016:301-302).

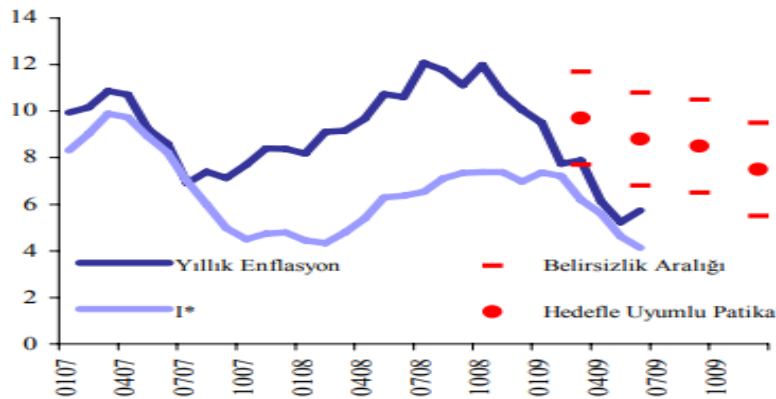
Emtia fiyatlarındaki düşüş bilhassa işlenmemiş gıda ve enerjide yıllık enflasyonun hızlı düşüşüne yol açmıştır. 2008 Ekim ayından beri işlenmiş gıdada 19 puan, enerji grubunda 15 puana varan bir gerileme yaşanmıştır. Buna ek olarak toplam talepteki sert düşüş temel mal ve hizmet gruplarında enflasyonun hızlı düşüşüne yol açmıştır. Tüm bu gelişmeler neticesinde enflasyon haziran ayı itibarıyla belirsizlik aralığının (%6,8) altında kalarak %5,73 düzeyinde gerçekleşmiştir. Altın, alkollü içecekler, tütün, gıda ve alkol fiyatlarını dışlayan fiyat endeksinin (I endeksi) yıllık artış hızı geçici vergi ayarlamalarından arındırıldığında %4,13 düzeyine gerilemiştir (TCMB, 2009b:1).

Grafik 10: Enerji ve İşlenmiş Gıda Fiyatlarının Yıllık Artış Oranı



Kaynak: TCMB, 2009b:2

Grafik 11: Yıllık Enflasyon ve Hedefle Uyumlu Patika



Kaynak: TCMB, 2009b:2

Sonuç olarak, 2009 Ocak ayında merkez bankasının yayımladığı Enflasyon Raporu'nda enflasyonda yılın ilk yarısında düşüş beklendiği ve bu hızlı düşüş neticesinde de yılsonunda enflasyonun hedeflenenin altında kalacağı belirtilmiştir. Bu zaman zarfında açıklanan veriler doğrultusunda merkez bankasının öngörülleri çıkmış, enflasyon bir önceki yıla kıyasla 2009 yılında düşüş göstererek (%6,5) hedeflenenin altında gerçekleşmiştir. Bir diğer yandan, küresel krizin toplam talep üzerinde yaratmış olduğu belirsizlikler ve petrol ile gıda fiyatlarındaki tahmin edilemeyen hareketlenmeler 2009 yılında enflasyonun tahminlerinin dalgalı bir seyir izlemesine sebebiyet vermiştir(TCMB, 2010a:16).

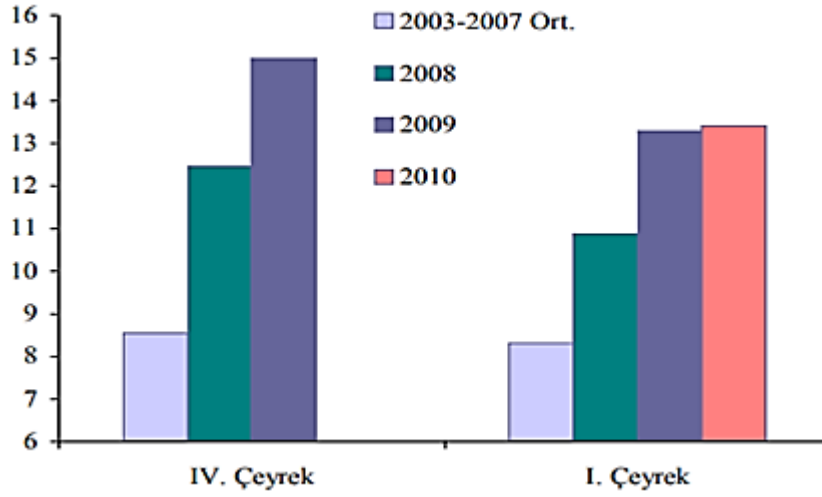
3.3. Esnek Enflasyon Hedeflemesi Rejimi (2010 ve Sonrası)

TCMB, 2010 yılının sonlarından itibaren, finansal sistemin tümünün sağlığı için makro ölçekli riskleri gözetmek amaçlı politikalar uygulamaya başlamıştır. MB'nın bu kararı almasında etkili olan gelişmeler; dünya genelinde merkez bankasına bakış açısının değişmesi ve 2008 krizi sonrasında oluşan olağanüstü küresel konjonktürdür. Bu bağlamda, merkez bankası finansal istikrarı destekler nitelikte ek politika araçları geliştirerek enflasyon hedeflemesi rejiminin çerçevesini gözden geçirmiştir(Kara, 2012:5).

Merkez bankası fiyat istikrarından ödün vermeden finansal istikrarı da gözetmek amaçlı ilk politika adımlarını 2010 yılı Nisan ayında atmıştır. Bu bağlamda, merkez bankası, 2008 küresel kriz döneminde almış olduğu likidite tedbirlerini kademeli olarak geri çekmiş, zorunlu karşılık oranlarının da kriz öncesi seviyelere kademeli bir şekilde getirileceğini açıklamıştır. Makro finansal dengesizliklere vurgu artarken, bu amaçla da alternatif para politikalarının uygulanmaya alınacağı ifade edilmiştir. Bu bağlamda, merkez bankası; zorunlu karşılıklara faiz ödenmesine son vererek bir politika araç olarak zorunlu karşılıkların etkinliğini arttırmıştır. Likidite yönetimi stratejisinin etkinliğini artırmak adına operasyonel çerçevede değişikliğe gitmiştir ve politika olarak bir haftalık repo ihale faiz oranları belirlenmiş olup faiz koridoru sistemi varlığını korumuştur. Bu çerçevede, gecelik borç alma ve borç verme faizlerinden oluşan faiz koridorunu daha etkin bir politika aracı haline getirmiştir(Başçı ve Kara, 2011:5).

2010 yılının ilk çeyreğine baktığımızda enflasyonun yükselmeye devam ettiği görülmektedir. Ocak ayında yürürlüğe giren vergi düzenlemeleri ile akaryakıtta, alkollü içeceklerde ve tütün mamüllerinde yüksek oranlı fiyat artışı enflasyonun yükselmesinde belirleyici olmuştur. Yine bu dönemde tıpkı 2009 yılının son çeyreğinde görüldüğü gibi işlenmemiş gıda fiyatları tarihi bir yükseliş göstermiştir (Grafik 12). Sonuç itibarıyla 2010 yılının ilk çeyreğinde tüketici enflasyonu artış göstererek %9,56'ya yükselmiştir(TCMB, 2010b:1).

Grafik 12: İşlenmemiş Gıda Fiyatları (Çeyreklik Yüzde Değişim)



Kaynak: TCMB, 2010b: 2

2010 yılının ikinci çeyreğinde MB'nin, 2009 son çeyrektekenden itibaren enflasyonun yükselişinin geçici olduğu yönündeki açıklamalarını doğrulayacak gelişmeler olmuştur. Toplam talepteki koşulların enflasyonu düşürmede destekleyici olduğu görülmüştür. Enflasyondaki artışın gıda, enerji gibi para politikasının kontrolünde olmayan unsurlardan kaynaklandığı ifade edilmiştir. Nitekim bahsi geçen unsurların ters dönmesi ile ikinci çeyrekte tüketici fiyatlarının %0,33 düşmesi ile yıllık enflasyon %8,37'ye gerilemiştir. Bu da tüketici fiyatları endeksi tarihinde ilk kez çeyreklik bazda azalışın olduğunu göstermektedir(TCMB, 2010c:1).

2010 yılının son çeyreğinde, gelişmiş ülkelerde finansal kuruluşlar ve firmalar bilanço onarım sürecine devam ederken, özel tüketim ve yatırım harcamalarına verilen destek sınırlanmaktadır. Diğer yandan gelişmekte olan ülkeler finansal krizden görece olarak daha az etkilenmiş olup, bu ekonomilerde de iç talebe

yönelik toparlanma sürecine devam edilmektedir. Bu durumun ülkemize yansımaları ise merkez bankasının uygulamış olduğu para politikasında kendisini göstermiştir. Gelişmiş ülkelerdeki genişletici para politikaları bir yandan küresel likiditeyi artırırken diğer yandan da gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını arttırmıştır. Bir başka açıdan gelişmiş ülkelerdeki bu yavaş toparlanma, ihracatımızın ağırlıklı olarak kendileriyle yapılmış olmasından dolayı dış talepteki toparlanmayı da yavaşlatmıştır. Küresel ölçekte hızlı kredi büyümesi, ithalatın artışı ve dış talebin zayıflığı 2010 yılında cari açığın hızla genişlemesine sebep olmuştur. Tüm bu gelişmeler merkez bankasının fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarı da gözetmesini gündeme getirmiş ve bu çerçevede MB araç çeşitliliğine giderek repo ihale faiz oranına ek olarak zorunlu karşılıklar ve likidite yönetimi gibi araçları aktif kullanır hale gelmiştir(TCMB, 2011a:1). Yılın son çeyreğinde enflasyon 2,83 puan gerileyerek %6,4 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran yılsonu hedefine oldukça yakındır.

2008 yılında yaşanan küresel ekonomik kriz, fiyat istikrarı sağlanırsa finansal istikrar da birlikte sağlanır görüşünün terk edilmesine sebep olmuştur. Bu da merkez bankalarının hem fiyat istikrarını hem de finansal istikrarı sağlamak amaçlı çok çeşitli ve karmaşık para politikası araçlarını kullanmaya sevk etmiştir. Bu çerçevede merkez bankası 2010 yılı sonu itibarıyla krediler ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkileyebilecek bir araç çeşitliliğine gitmiştir. Artık yeni para politikası çerçevesinde faiz koridoru, bir haftalık repo faizi ve likidite yönetimi araçları ile zorunlu karşılıkları politika araçları olarak benimsemiştir(Yücememiş vd., 2015:453).

2011 yılı sonunda enflasyon bir önceki yıla kıyasla 4 puan artarak %10,45 düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu artışın ana nedeni TL'de gözlenen değer kaybıdır. Diğer nedenleri ise, toplam talep koşullarının enflasyonun düşüşüne verdiği katkının azalması, son üç yıla kıyasla gıda fiyatlarının artış oranlarının daha yüksek bir seviyede gerçekleşmesi, enerji fiyatlarındaki artış ve ÖTV'deki yükseliştir(TCMB, 2011b: 34).

2012 yılında merkez bankasının artık yeni politika çerçevesi tanımlanarak, 2006 yılından itibaren uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi rejimini daha da geliştirmiştir. Bu yeni yaklaşımda fiyat istikrarı amacını korumakla birlikte finansal istikrarı da gözetiyor olması para politikasında birden fazla aracı kullanma ihtiyacını

doğurmuştur. Bu bağlamda 2012 yılı para politikasında faiz koridoru, likidite yönetimi, ROM ve zorunlu karşılıklar gibi politika araçları aktif olarak kullanılmıştır. İlk çeyrekte temkinli para politikası izlenmiş olup, küresel ölçekte parasal genişlemenin varlığından dolayı faiz koridorunun üst sınırı Şubat ayında 100 baz puan düşürülmüştür. Diğer yandan petrol fiyatlarındaki artışın enflasyon beklentilerini olumsuz etkilememesi için 2012 yılı Mart ayının sonlarına doğru ek parasal sıkılaştırmaya gidilmiştir. 2012 ikinci çeyrek Mayıs ve Haziran aylarında da ek parasal sıkılaştırma uygulaması devam etmiştir. Yılın son çeyreğinde enflasyonda iyileşme ve ekonomideki dengelenme sürecinin gözlemlenmesine karşın, küresel belirsizliğin devam etmesi sebebiyle esnek para politikası uygulamalarına devam edilmiştir. Son 44 yılın en düşük tüketici enflasyonuna ulaşılmış olup, 2011 sonunda %10,45 iken 2012 yılında %6,16 düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu düşüşe işlenmemiş gıda fiyatlarındaki olumlu seyir, emtia fiyatlarının ılımlı seyri, yavaşlayan ekonomik faaliyet ve istikrarlı döviz kurları katkı sağlamıştır(TCMB, 2012b:29-38).

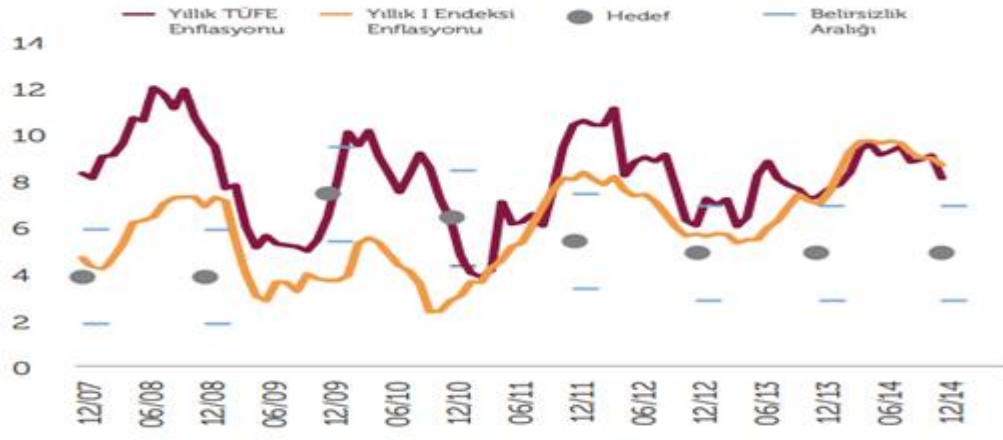
2010 sonu itibarıyla faiz koridorunu aktif para politikası olarak kullanmaya başlayan MB, 2012 yılı itibarıyla da ROM'u politika aracı olarak kullanmaya başlamasıyla sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklık finansal istikrar üzerinde sınırlı etki göstermeye başlamıştır. MB bu dönemde küresel piyasalarda ortaya çıkan belirsizliğin etkilerini sınırlama ve de finansal sisteme destek çıkmak maksadıyla döviz likiditesini düzenleyici nitelikte bir dizi tedbirler almıştır. Bu amaçla rezerv opsiyon katsayılarında ve de yabancı para zorunlu karşılık oranlarında değişikliğe gidilmiştir(Arabacı, 2017:8-9).

Küresel ekonomiye dair belirsizliklerin sürmesi nedeniyle MB, 2013 Mayıs ayına kadar esnek para politikası uygulamasına devam etmiştir. Bu süreçte hızlı sermaye akımlarının varlığı nedeniyle finansal istikrarın sekteye uğramaması için kısa vadeli faiz oranları düşük tutulurken, döviz rezervlerini de arttırıcı makro ihtiyati tedbirlere gidilmiştir. Yılın ikinci çeyreğinde de aynı politika sürdürülmüş olup, 2013 Mayıs ayında gecelik borç verme ve borç alma faiz oranları ile politika faizi 50'şer baz puan indirilmiştir. 2013'ün üçüncü çeyreğinde FED'in genişleme politikasından çıkış sürecine dair belirsizliklerin varlığı küresel piyasalarda belirsizliğe yol açmıştır. Bu durum küresel düzeyde finansal varlıkların yeniden fiyatlandırılmasına yol açmıştır ve

diğer gelişmekte olan ülkelerle birlikte Türkiye’de de sermaye çıkışlarının yaşanmasına sebep olmuştur. 2013 son çeyrekte küresel piyasalardaki belirsizliklerin devam etmesi ve enflasyonun hedeflenenin üzerinde seyretmesi nedeniyle MB temkinli para politikasını sürdürmeye devam etmiştir. Yine bu dönemde sermaye hareketliliğinin yavaşlaması faiz oynaklığını azaltmıştır. Enflasyon ise yıl boyunca belirsizlik aralığının üzerinde seyrederken, yılsonunda %7,40 düzeyinde gerçekleşmiştir. Geçtiğimiz yıla göre enflasyondaki bu artışta, Ocak ayında bütün mamullerinin vergi düzenlemesine gidilmesi, sonraki dönemlerde işlenmemiş gıda ve enerji fiyatlarındaki artış ve yılın ikinci yarısında da küresel piyasalardaki belirsizlik sonucu sermaye akımlarının yavaşlamasının TL’de değer kaybına yol açması etkindir(TCMB, 2013:28-36).

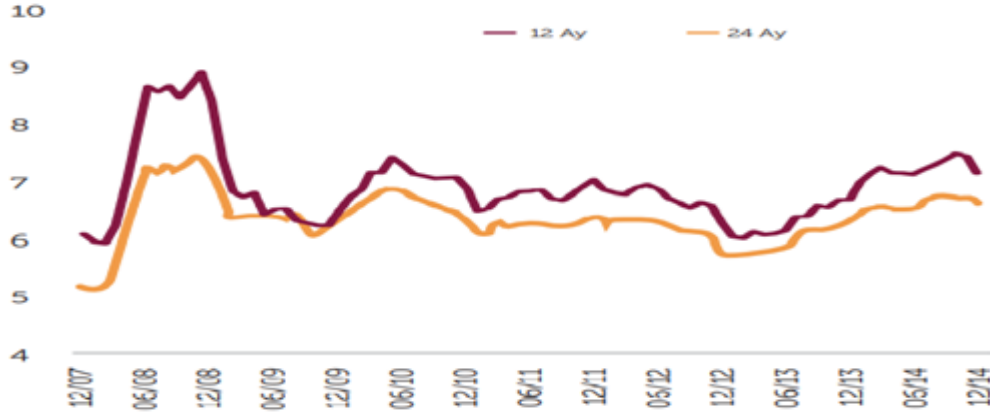
2013 yılı sonu itibarıyla küresel ölçekte ve de ülke bazında belirsizliklerin artması sonucunda Türkiye’ye özgü risk primi göstergelerinde bozulma gözlemlenmiştir. Yine bu dönemde artan döviz kuru hareketleri, finansal piyasalarda oynaklık enflasyon ve finansal istikrarı olumsuz yönde etkilemiştir. Bunun üzerine MB, 28 Ocak 2014’te enflasyondaki bozulmalar ile finansal istikrarı desteklemek amaçlı güçlü ve önden yüklemeli sıkı para politikası uygulamasına geçmiştir. Bu bağlamda ek parasal sıkılaştırma uygulamasına son vermiş, bir hafta vadeli repo faiz oranını %4,5’ten %10’a yükseltmiştir. İkinci çeyrekte küresel likiditedeki iyileşmeler, risk primlerindeki düşüş, enflasyon eğilimindeki iyileşme ve döviz kurunun enflasyon üzerindeki etkisinin azalması gibi sebepler sonucunda merkez bankası faiz indirimine gitmiştir. 2013 senesinin Mayıs ayından itibaren gözlemlenen TL’deki değer kaybı 2014 ilk yarısında enflasyonu yükseliş eğilimine sokmuştur. Yılın ikinci yarısında ise enflasyon azalış eğilimine girerek yılsonu itibarıyla %8,17 düzeyinde, belirsizlik aralığının üzerinde gerçekleşmiştir(TCMB, 2014b:26-36).

Grafik 13: Enflasyon ve Hedefler (Yüzde)



Kaynak: TCMB, 2014b: 33

Grafik 14: Enflasyon Beklentileri (Yüzde)



Kaynak: TCMB, 2014b: 33

2015 ilk çeyrekte enflasyondaki olumlu seyir sonucu MB, bir yandan faiz indirimine giderken bir yandan da temkinli duruşunu koruyarak sıkı para politikasını sürdürmüştür. Yıl içerisinde FED'in 2015'in sonlarına doğru faiz arttıracığı yönündeki beklentiler küresel risk iştahını düşürmüştür. Yine bu dönemde Türkiye'nin risk priminde artış göstermesi ülkeden portföy çıkışlarını hızlandırmıştır. Merkez bankası 18 Ağustos 2015'te finansal piyasalar üzerindeki olumsuz etkiyi önlemek adına bir dizi tedbirler almıştır. Bu bağlamda, Türk Lirası likiditesi ve faiz politikalarında sadeleşmeye giderek bankacılık sektörüne tanınan borçlanma faiz oranı kaldırılmıştır ve yine teminatlarda da sadeleşmeye gidileceği duyurulmuştur. 2015

yılında enflasyon oranı bir önceki yıla kıyasen 0,64 puan artarak %8,81 oranında gerçekleşmiştir(TCMB, 2015:27-33).

2016 ilk çeyreğinde küresel piyasalardaki oynaklıkların azalması, sıkı politika araçlarının kullanılması ve sıkı likidite politikasının sürdürülmesi geniş faiz koridoruna olan ihtiyacın azaldığını göstermektedir. Bu bağlamda 2016 Mart-Eylül dönemlerinde koridorun üst bandı temkinli adımlar atılarak 250 baz puan azaltılmıştır. Küresel ölçekte belirsizliklerin halen devam etmesi, FED'in faiz beklentilerinin yukarı yönlü güncellenmesi Türkiye ile birlikte gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru ve finansal piyasalarda oynaklığa sebep olmuştur. Tüm bunların enflasyon beklentileri üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamak adına MB tarafından Kasım ayında parasal sıkılaştırmaya gidilerek gecelik borç verme faizinde 25 baz puan, haftalık repo faizinde de 50 baz puan artış yapılmıştır. 2016 yılı enflasyon oranları bir önceki yıla kıyasen 0,28 puan azalışla %8,53 düzeyinde gerçekleşmiştir(TCMB, 2016:31-36).

2017 yılı ilk çeyreğinde Ocak ayında döviz kurlarında ortaya çıkan oynaklık sebebiyle enflasyon görünümündeki bozulmayı engellemek adına MB güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. Bu bağlamda gecelik borç faiz verme oranı %8,5'ten %11'e yükseltilmiştir. Yine 2017 Ocak ayında bir hafta vadeli repo ihalesi açılmayarak fonlama tutarı sınırlandırılmaya başlanmıştır. Bankaların Bankalararası Para Piyasası'ndan (BPP) borç alabilme limitleri düşürülerek, sistemin ihtiyaç duyduğu fonun bir kısmı Geç Likidite Penceresi'nden (GLP) karşılanmaya başlanmıştır. Ayrıca Geç Likidite Penceresi'nde uygulanan borç verme faiz oranı %10'dan %11'e yükseltilmiştir. Ek olarak döviz likiditesinde esneklik sağlamak amacıyla yabancı para zorunlu karşılık oranlarında indirim gitmiştir, belli bir süreliğine reeskont kredilerinin TL olarak geri ödenmesine imkan tanınmıştır. 2017 yılsonu itibarıyla enflasyon oranı %11,92 düzeyinde gerçekleşmiştir. Enflasyonun belirlenen hedefin etrafındaki belirsizlik aralığının üstünde oluşmasında TL'deki değer kaybı, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artış ve 2017 yılında yapılan vergi düzenlemeleri etkili olmuştur(TCMB, 2017:17-20).

2018 yılı önem arz eden şokların yaşandığı bir dönem olmuştur. Yılın ilk dokuz aylık döneminde bir önceki yıla göre GSYİH %4,5 oranında artmıştır. Yılın ilk yarısında ekonomide dengeleme eğilimi sergilenirken, üçüncü çeyrekte ise TL'deki

değer kaybı sonucu yaşanan belirsizlik ve finansal sıkılaşma yurt içi talebi ve kredi arzını etkilemiştir. Diğer yandan net ihracatta artış gözlenirken, talepteki dengelenme cari açığa düzelmeyi beraberinde getirmiştir. TL'deki değer kaybına bağlı olarak üretici fiyatlarında görülen fiyatlama bozuklukları tüketici enflasyonunda artışa sebep olmuştur. Yılın son çeyreğinde parasal tedbirler ve koordineli politika adımları fiyatlama davranışlarını normalleşme eğilimine geçirmiş bu da enflasyonun kademeli olarak iyileşmesine katkı sağlamıştır. TL'nin değerlenmesi, talebin düşmesi ile yılsonunda enflasyon gerileyerek %20,30 düzeyinde gerçekleşmiştir(TCMB, 2018: 16).

2018 yılının ikinci yarısından itibaren yavaşlayan iktisadi faaliyet, alınan tedbirlerle ve uygulanan politikalarla 2019 yılının ilk çeyreğinden itibaren yerini toparlama eğilimine bırakmıştır. Yurt içindeki talep, kamu kesimince verilen destek ve finansal koşullardaki iyileşmeyle birlikte kademeli olarak toparlanmaya başlamıştır. Fakat finansal koşullardaki sıkılığın gecikmeli etkisi ve risk primi artışının varlığı yatırımların zayıf bir seyir göstermesine neden olmuştur. Her ne kadar dış talepte yavaşlama olsa da rekabet gücünün varlığıyla mal ve hizmet ihracatı artışını sürdürerek büyümeyi desteklemiştir. Tüketici enflasyonu bir önceki yıla göre önemli ölçüde gerileyerek yılsonu itibarıyla %11,8 düzeyinde gerçekleşmiştir. Yılın ilk yarsında politika faizi sabit tutulurken, enflasyondaki iyileşme göz önünde bulundurularak Temmuz ayından itibaren politika faizinde toplamda 12 puanlık indirime gidilmiştir(TCMB, 2019: 16).

SONUÇ

Enflasyonun yol açtığı maliyetler, fiyat istikrarının ne kadar önemli olduğunu ortaya koymuştur. Dolayısıyla son yıllarda iktisat literatüründe kurala dayalı para politikalarının sayısı kayda değer düzeyde artmıştır. Fiyat istikrarının kalıcı bir şekilde tesisi açısından enflasyon hedeflemesi stratejisi günümüzde birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin uyguladığı bir stratejidir. Ülkeler, para politikasının şeffaflık düzeyini artırarak, ulaştıkları düşük enflasyon performansı ile enflasyon hedeflemesinin görece olarak daha başarılı bir strateji olarak görmüşlerdir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulamaları açısından bakıldığında, gelişmekte olan ülkelerin gerekli teknik ve kurumsal yapıyı kurmaları gelişmiş ülkelere göre daha güç olmuştur. Bu ülkelerin karmaşık idari, mali ve siyasi yapıya sahip olmaları enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanması konusunda genel bir zorluk olduğunu düşündürmektedir. Dolayısıyla genel olarak bakıldığında gelişmekte olan ülkelerin enflasyon hedeflemesi konusunda ön görülen koşulları açık bir şekilde yerine getirdiklerini söylemek zordur.

Enflasyon hedeflemesi uygulaması Türkiye açısından değerlendirildiğinde; özellikle 2000’li yıllardan önce yaşanan siyasi istikrarsızlıkların beraberinde getirdiği güvensizlik ve kronik enflasyon, açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçişi zorlaştırmıştır. 2000’li yıllardan sonra yapılan yasal ve yapısal reformlarla birlikte 2002 yılından itibaren örtük enflasyon hedeflemesi rejimine geçilerek enflasyon hedeflemesi rejimi süreci başlatılmıştır.

Yasal bakımdan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası kanununda 2001 yılında yapılan değişiklik önemlidir. Bu kanun değişikliği ile merkez bankasının temel amacının fiyat istikrarı olduğu belirtilerek merkez bankasına araç-amaç bağımsızlığı verilmiştir. Fakat yasal düzenlemelerle sağlanan bağımsızlık olgusunun uygulamaya yansıtılmadığı görülmüştür.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin Türkiye’deki uygulanmasına baktığımızda 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçildiğini ve 2006 yılı için hedeflerin %5 2007 ve 2008 yılların için de %4 olarak belirlendiğini görmekteyiz. Diğer gelişmekte olan ülkelere bakıldığında bu oranların %1 ile %3 arasında

belirlendiğini görmekteyiz. Türkiye'nin bu şekilde farklı oranlar belirlemesinin temelinde farklı ekonomik ve siyasi yapısının olduğu söylenebilmektedir. Bu durum normal kabul edilebilmektedir. Çünkü her ülkenin kendine has gelişmişlik düzeyi vardır, aynı ekonomik gelişmişlik düzeyine sahip ülkelerde bile hedefleme süresi farklılık gösterebilmektedir.

Türkiye, genel olarak bakıldığında açık enflasyon hedeflemesine geçtiği tarihten itibaren başarılı bir enflasyon hedeflemesi performansı sergileyememiştir. Bunun temel sebepleri olarak, uluslararası konjonktürden kaynaklı yaşamış olduğu şoklar ve iç siyasal krizleri söyleyebiliriz. Ayrıca Türkiye'nin uzun yıllar süren kronik enflasyonunun ardından bu kadar düşük enflasyon hedefi belirlemesi de hedefe ulaşmayı zorlaştırmıştır, bunda örtük enflasyon dönemindeki başarılı sonuçların etkisinin olduğunu söyleyebiliriz. Tüm bunları dikkate alan merkez bankası, 2009'dan itibaren hedefini yükselterek 2009 yılı için %7,5 2010 yılı için %6,5 ve 2011 yılı için %5,5 hedeflerini yeni sayısal enflasyon hedefi olarak belirlemiştir.

2007 yılına gelindiğinde ABD'de başlayan konut finansmanındaki sıkıntılar ile artan emtia fiyatları ile birlikte enflasyon bütün dünyada yükseliş eğilimine girmiş, bu küresel etki sebebiyle enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan bütün ülkelerin enflasyon gerçekleştirmeleri hedefin üzerinde kalmıştır. Bu olumsuz gelişmelere rağmen yapısal mali reformların gerçekleştirilmesi ve ekonominin kırılğanlığının azaltılması yine de Türkiye'ye dış şoklara karşı esnek davranma şansı vermiştir. Yapılan düzenlemelerin ekonomi üzerinde olumlu etkisi olmuştur. Bu yapısal mali reformların en dikkat çekenleri ise vergi düzenlemeleri, kamu harcamaları ve bütçede yapılan reformlardır.

Türkiye ekonomisi küresel kriz sonrasında iç ve dış talepte hızlı bir şekilde ayrılmaya maruz kalmıştır. Cari dengenin bozulması, kısa vadeli sermaye girişleri ve de hızlı seyreden kredi genişlemeleri neticesinde ortaya çıkan riskler alternatif para politikası arayışlarını beraberinde getirmiştir. Yeni para politikası ile yüksek zorunlu karşılıklar, düşük faiz oranları ve faiz koridorunun geniş tutulması kısa vadeli sermaye hareketliliklerinin ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlandırmada etkili olduğu görülse de gerek küresel ekonomideki durgunluk ve belirsizlikler, gerekse

MB'nin bağımsızlığı konusundaki yerleşmiş olan olumsuz algı, politikaların beklenen başarıyı gerçekleştirmesinde engel olmuştur.

2010 yılı ve daha sonraki yıllarda ortaya çıkan siyasal krizler enflasyonla mücadele programını ve dolayısıyla enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanabilirliğini oldukça zorlaştırmıştır. Burada bir başka olgu olarak, merkez bankasına atanan başkan ve yardımcılarının görev süresinin de etkili olduğunu söylemek mümkündür. Merkez bankası bağımsızlığı denildiğinde merkez bankası başkan ve yardımcılarının görev sürelerinin uzunluğu ve atama şekilleri önem arz etmektedir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin ön koşullarını TCMB için değerlendirdiğimizde; ilk ve en önemli koşulu olan merkez bankasının bağımsızlığını karşılayamadığı görülmektedir. Merkez bankası başkanının sık sık görevden alınması, her ne kadar merkez bankası kanununda 2001 değişikliği ile bankanın amaç ve araç bağımsızlığı netleşse de bankanın, hükümet politikalarıyla tutarsız hamle yapamaması da etkendir. Bu durum enflasyon hedeflemesi rejiminde bir diğer ön koşul olan güvenilirlik konusunu da sarsmaktadır. Merkez bankasının faaliyetleri konusunda halka açık olması, yıllık faaliyet raporlarını ve enflasyon raporlarını kamuoyuyla paylaşması ise enflasyon hedeflemesinde önem arz eden bir diğer koşul olan şeffaflık koşulunun gereklerinin yerine getirildiğini göstermektedir.

Son yıllarda artış gösteren enflasyonun merkez bankasınca kontrol altına alınabilmesi aynı zamanda piyasadaki aktörlerin ve halkın uygulanacak olan para politikasına olan güveninin tekrardan sağlanabilmesi için merkez bankasına bir takım görevler düşmektedir. Merkez Bankası para politikasında kredibilitiyi arttırabilmek adına politikaların güvenilirliğini azaltıcı etkilere karşı politika geliştirmelidir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinde başarılı olabilmek için para politikası sürekli güncellenmeli, enflasyonu etkileyebilecek her türlü veri değerlendirilmelidir.

Küresel finans krizi sürecinde yaşanan gelişmelere bakıldığında enflasyon hedeflemesi rejimi merkez bankalarına iktisadi şoklara zamanında tepki verebilme imkanı tanıyan esnek bir rejim olduğu söylenebilmektedir. Sonuç olarak, fiyat istikrarının sağlanması meselesinin bir para politikası amacı olarak yerine

getirilmesinde enflasyon hedeflemesinin en önemli koşulu olan merkez bankası bağımsızlığının çok önemli bir yere sahip olması gerekmektedir. Merkez bankası bağımsızlığının para arzını etkilediğini, para arzındaki bir genişlemenin enflasyon oranlarını, ekonomik büyümeyi ve bütçe açıklarını etkilediği görülmektedir. Bu sebepten fiyat istikrarı sağlanmak isteniyorsa merkez bankası bağımsızlığının önemli bir role sahip olduğu göz önünde bulundurulmalıdır.



KAYNAKÇA

- Abel, A.B., Bernanke, B.S. ve Croushore D. (2017). *Makroekonomi*. C. Balcı (Çeviren) ve Ö.F. Çolak (Editör). Ankara: Efil Yayınevi.
- Acar, O. (2012). Türkiye Ekonomisi'nde 2001 Yılı Sonrası Ekonomik Gelişmeler. <http://www.okanacar.com/2012/12/turkiye-ekonomisinde-2001-yl-sonras.html>
- Acet, H. (2009). Para Politikası Stratejisi Olarak Enflasyon Hedeflemesi Rejimi: Teori, Politika ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme. *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 9(17), 20-49. <https://dergipark.org.tr/tr/pub/susead/issue/28418/302576>
- Akay, H.K. (2006). Para Politikasında Zaman Tutarsızlığı. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, Cilt No:56, Sayı 2, 141-162.
- Akalın, G. Ve Tokucu, E. (2007). Kurala Dayalı Takdire Dayalı Para Politikaları: Taylor Kuralı ve Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Uygulaması. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt No. XXII, Sayı 1, 37-55.
- Akbakay, Z. (2016). *Dünyada ve Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Politikaları ve Türkiye Uygulamasının Etkinliği*. Doktora Tezi. Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Diyarbakır.
- Akçay, M.A. (1997). *Para Politikası Araçları Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar* (Uzmanlık tezi). DPT, Ekim, Ankara.
- Aklan, N.A. ve Nargeleçekenler, M. (2008). Taylor Kuralı: Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, Cilt No: 63, Sayı 3, 21-41.
- Albayrak, N. Ve Abdioğlu, Z. (2015). Geriye ve İleriye Dönük Para Politikası Reaksiyon Fonksiyonlarının Tahmini: Taylor Kuralı. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt No: 20, Sayı 4, 141-163.
- Altınışik, İ., Çakmak, Y. Ve Usta, S. (2006). Enflasyon Hedeflemesi Politikası ve Türkiye'de Uygulanabilirliği. *Selçuk Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Sayı 11, 89-103.

- Arabacı, H. (2017). Küresel Kriz Sonrası Türkiye’de Uygulanan Ekonomi Politikaları. *Social Sciences Research Journal*. Volume 6, Issue 4, ISSN 2147 – 5237, 1-10.
- Aras, O.N. (2010). Son Ekonomik Krizin Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesine Etkisi. *Ekonomik Bilimler Dergisi*, Cilt No. 2, Sayı 2, ISSN 1309 – 8020.
- Ardor, H.N. ve Varlık, S. (2014). İleriye Dönük Yeni Keynesyen Para Politikası Reaksiyon Tahmini: Taylor Kuralı’nın, Taylor-McCallum Melez Kuralı’nın Türkiye Ekonomisinde Geçerliliği. *Ekonomik Yaklaşım*, 24(89), 45-71, doi: 10.5455/ey.35302
- Başçı, E. ve Kara, H. (2011). Finansal İstikrar ve Para Politikası. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 26(302), 9-25. doi: 10.3848/iif2011.302.0925
- Bernanke, B. Ve Mıshkın, F.S. (2014). Enflasyon Hedeflemesi: Para Politikası İçin Yeni Bir Çerçeve mi?. B. Aksu (Çeviren), Ö.F. Çolak ve A. Zengin (Çeviri Editörleri). *Para Politikası Stratejisi içinde* (S. 2019-240). Ankara: Efil Yayınevi.
- Bozkurt, C. (2006). *Parasal Hedefleme Stratejileri: Türkiye İçin Uygun Politika Seçimleri*. Doktora Tezi. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.
- Büyükakın, T. (2003). Enflasyonist Güdüler ve Güvenilirlik Problemi. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt No:6, Sayı 2, 11-24.
- Canbay, Ş. (2018). Alternatif Para Politikası Stratejileri. D.Ç. Yıldırım ve E.İ. Çevik (Editörler). *Para Bankacılık ve Finansal Sistem içinde* (S. 158-180). Bursa: Ekin Yayınevi.
- Çağlayan, E. (2005). Türkiye’de Taylor Kuralı’nın Geçerliliğinin Ekonometrik Analizi. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt No: XX, Sayı 1, 379-392.
- Çetin, İ. (2017). Mali Kurallar ve Teorik Temelleri Üzerine Bir İnceleme. *AİBÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt No:17, Sayı 2, 53-81.
- Çetin, M.Ö. (2016). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Para Politikası Uygulamalarının Gelişimi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, Cilt No. 8, Sayı 14, ISSN 1309-1123, 67-101. doi:10.14784/jfrs.87278

- Çimenoğlu, A. (2007). Dünya ve Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler ve 2008 Yılına Bakış. *Bankacılar Dergisi*, Sayı 63.
- Doğru, B. Ve Savrul, B.K. (2013). Nominal Çapalar ve Türkiye’deki Uygulama Sonuçları. *Sosyal Bilimler Dergisi*, 0(1), 1-36.
<https://dergipark.org.tr/en/pub/iusosbil/issue/9502/118762>
- Duman, Y.K. (2016). Türkiye Ekonomisinde Para Politikasının Ekonomik Büyüme Üzerinde Uzun ve Kısa Dönemli Etkisi. *Finansal Politik Ekonomik Yorumlar*, Cilt No: 53, Sayı 617, 73-83.
- Eğilmez, M. (2012). Güncellenmiş Para Politikası Uygulamaları. Kendime Yazılar. <https://www.mahfiegilmez.com/2012/09/guncel-para-politikas.html> (Erişim tarihi:17.05.2019)
- Erol, E. (2008). *Enflasyon Hedeflemesi: Türkiye Deneyimi*, Yüksek Lisans Tezi. Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Esen, Ö. (2018). Enflasyon. D.Ç. Yıldırım ve E.İ. Çevik (Editörler). *Para Bankacılık ve Finansal Sistem içinde* (S. 22-44). Bursa: Ekin Yayınevi.
- Estrella, A. Ve Mıshkın, F.S. (2014). Parasal Büyüklüklerin Para Politikasının Yürütülmesi Sırasında Rolü Var mıdır?. O. Sakarya (Çeviren), Ö.F. Çolak ve A. Zengin (Çeviri Editörleri). *Para Politikası Stratejisi içinde* (S. 114-138). Ankara: Efil Yayınevi.
- Fidan, A. ve Fırat, E. (2020). 2008 Küresel Finans Krizinin Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerine Etkisi: BRIC Ülkeleri – Türkiye Karşılaştırması. *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, Cilt No. 20, Sayı 39, ISSN 2148 – 3043.
- Göğül, P.K. ve Songur, M. (2016). Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Araç Kural “Taylor Kuralı” mı? (2006-2015). *Maliye Araştırmaları Dergisi*, Cilt No: 2, Sayı 1, 21-41.
- Gül, E. Ve Gürbüz, A.A. (2007). Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye’de Uygulanabilirliği. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Sayı:14, S: 63-85.
http://openaccess.dpu.edu.tr/xmlui/bitstream/handle/20.500.12438/2222/gul_ekrem_2006.pdf?sequence=1
- Güler, A. (2017). Enflasyon Hedeflemesi Esnek Bir Para Politikası Sistemi mi): Dünya Uygulamaları Üzerinden Küresel Kriz Sonrası Yeniden Bir Değerlendirme.

Van Yüzüncü Yıl Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,
2(4), 10-35.

- Gündoğdu, A. (2015). Küresel Finans Krizi Süreken Enflasyon ile Mücadelede Enflasyon Hedeflemesi Uygulamasının Analizi. *Uluslararası Ekonomik ve İdari Çalışmalar Dergisi*, Cilt No:8, Sayı 15, 207-220.
- Gündoğdu, A. (2016). Merkez Bankası Bağımsızlığı ve TCMB'nin Enflasyon Hedeflemesi. Y.Aydın (Editör). *Türkiye'de Para ve Kur Politikası içinde* (S. 125-140). İstanbul: Der Yayınları
- Güney, P.Ö. (2006). İstikrar Politikaları, Hedefleme Stratejileri ve Türkiye Örneği. *H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt No. 24, Sayı 1, 21-44.
- İğdeli, A. Ve Sever, E. (2016). Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Ekonomik Performans: Ülkeler Arası Mukayeseli Bir Analiz. *Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi*, Cilt No: 17, Sayı 36, 11-137.
- Kalaycı, Ş. (2002). Parasal Hedefleme, Enflasyon Hedeflemesi ve Enflasyonist Bekleyişler: Türkiye Ekseninde Bir Değerlendirme. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi*, Cilt No:7, Sayı 2, 271-284.
- Kansu, A. (2007). Para Politikasında Şeffaflık ve Enflasyonist Beklentilerin Yönlendirilmesi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 8(1), 59-71.
- Kara, A.H. ve Orak, M. (2008). Enflasyon Hedeflemesi. 1-69. https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/6d56677c-1a8e-4a26-a4be-e4935b9a8533/kara_orak.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-6d56677c-1a8e-4a26-a4be-e4935b9a8533-m3fBal-
- Kara, A.H. (2012). Küresel Kriz Sonrası Para Politikası. *İktisat İşletme ve Finans*, 27(315), doi:10.3848/iif.2012.315.0936
- Karasu, K. (2018). *Enflasyon Hedeflemesi: Ülke Uygulamaları ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi*. Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Kartal, F. (2011). Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Para Politikasının Görünümü. *Maliye ve Finans Yazıları*, Sayı 91. s.77-100.

- Kaytancı, B.G. (2008). Para Politikası Kurallarının Teorik Analizi: Bazı Basit Kuralların İncelenmesi. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 3(1), 11-25.
- Keyder, N. (2002). *Para Teorisi, Politika, Uygulama*. Ankara: Bizim Büro Basımevi.
- Külekçi, İ. (2016). Para Politikası Araçlar ve Türkiye’de Para Politikası Araçlarının Kullanımı. Y. Aydın (Editör). *Türkiye’de Para ve Kur Politikası içinde* (s. 141-161). İstanbul: Der Yayınları
- Lebe, F. ve Bayat, T. (2011). Taylor Kuralı: Türkiye İçin Bir Vektör Otoresif Model Analizi. *Ege Akademik Bakış*, Cilt No:11, Özel Sayı, 95-112.
- Mışkın, F.S. (2000). *Para Teorisi – Politikası*. (Çev. İlyas Şıklar, Ahmet Çakmak, Suat Yavuz). İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Mışkın, F.S. (2014). Farklı Para Politikaları Rejimleriyle Uluslararası Deneyimler. C.M. Tunçay (Çeviren), Ö.F. Çolak ve A. Zengin (Çeviri Editörleri). *Para Politikası Stratejisi içinde* (S. 241-268). Ankara: Efil Yayınevi.
- Mışkın, F.S. ve Savastano, M.A. (2014). Latin Amerika Para Politikası Stratejileri. N.Ö. Coşkun (Çeviren), Ö.F. Çolak ve A. Zengin (Çeviri Editörleri). *Para Politikası Stratejisi içinde* (S. 297-330). Ankara: Efil Yayınevi.
- Oğuz, Ş. (2010). Türkiye’de Enflasyon Sürekliliğinin Analizi: Tarihsel Trendi ve TÜFE alt Gruplarındaki Farklılaşması. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Oktar, S., Eroğlu, N. Ve Eroğlu, İ. (2013). 2008 Global Finans Krizi, Parasal Aktarım Kanalları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın (TCMB) Deneysel Politika Çabaları. *Marmara Üniversitesi İ.B.B. Dergisi*, Cilt No. XXXV, Sayı 11, 1-28. doi: 10.14780/ibbdergi.201324457.
- Orhan, O. Z ve Erdoğan, S. (2015). *Para Politikası*. Kocaeli: Umuttepe Yayınları.
- Örnek, İ. Ve Uğur, B. (2016). Küresel Kriz Sürecinde Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ekonomilerde Para Politikaları. *Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt No. 20, Sayı 1, 209-235.
- Özatay, F. (2018). *Parasal İktisadi Kuram ve Politika*. Ankara: Elif Yayınevi.

- Öztürk, S. (2009). Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Karşılaştırmalı Analizi. *Yönetim ve Ekonomi*, Cilt No: 16, Sayı 1, 191-205.
- Öztürk, S., Sözdemir, A. ve Ülger, Ö. (2012). Küresel Ekonomik Kriz ve Türkiye'nin Para Politikaları Üzerine Etkileri. *International Conference On Eurasian Economies*. 298-304.
- Parasız, M.İ. (2009). *Para Teorisi ve Politikası*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Parasız, M.İ. (2003). *Para Politikası (Türkiye Uygulamaları)*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Paya, M. M. (2013). *Para Teorisi ve Para Politikası*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Serel, A. ve Bayır, M. (2013). 2008 Finansal Krizinde Para Politikası Uygulamaları: Türkiye Örneği. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*. Sayı 19, 59-80. doi: <http://dx.doi.org/10.11611/JMER34>
- Serel, A. Ve Özkurt, İ.C. (2014). Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları ve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, Sayı 22, 56-71. doi: <http://dx.doi.org/10.11611/JMER247>
- Sökmen, F.Ş. (2017). *Para Politikalarında Dönüşüm ve Taylor Kuralının Türkiye Ekonomisi İçin Sınanması*. Konya: Çizgi Kitabevi.
- Susam, N. ve Bakkal, U. (2008). Kriz Süreci Makro Değişkenler ve 2009 Bütçe Büyüklüklerini Nasıl Etkileyecek? *Maliye Dergisi*, Sayı 155.
- Şeker, H. Ve Demirel, B. (2018). 2008 Finansal Krizi Sonrası Para Politikası Üzerine Teorik Bir İnceleme. *Politik Ekonomik Kuram*, Cilt No. 3, Sayı 1, 1-18. Erişim adresi: <http://doi.org/10.30586/pek.569676>
- Taşar, M.O (2010). "Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" ve Makro Etkilerinin Analizi. *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt No:3, Sayı 1, 76-97.
- TCMB (1970). 1211 Sayılı Merkez Bankası Kanunu.
- TCMB (1999). 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması. https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/555855c8-90e0-4740-9188-e5b03bdc96a8/baskan_ParaPol00.pdf?MOD=AJPERES Erişim tarihi: 13.06.2020
- TCMB (2000). 2000 Yıllık Rapor. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/0bf6189b-9834-4b8a-b0a6->

[d6520760f535/2000_Yillik_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-0bf6189b-9834-4b8a-b0a6-d6520760f535-mh5z58G](https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/6832b8f2-f5f1-45a3-b63c-097e9167f0d4/2000_Yillik_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-0bf6189b-9834-4b8a-b0a6-d6520760f535-mh5z58G)

Erişim tarihi: 13.06.2020

TCMB (2003). Yıllık Rapor 2002.

https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/6832b8f2-f5f1-45a3-b63c-097e9167f0d4/2002_Yillik_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-6832b8f2-f5f1-45a3-b63c-097e9167f0d4-mh5zkN7

Erişim tarihi: 10.06.2020

TCMB (2004). 2003 Yıllık Rapor.

https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/667c7904-1baa-4ca3-9c7d-eb0a23d28826/2003_Yillik_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-667c7904-1baa-4ca3-9c7d-eb0a23d28826-mh5zofC

TCMB (2005). Yıllık Rapor 2004.

https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/b6152e38-5b65-4f37-aaa7-cc38d5e71072/2004_Yillik_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-b6152e38-5b65-4f37-aaa7-cc38d5e71072-mh5zrWz

Erişim tarihi: 10.06.2020

TCMB (2006a). Enflasyon Raporu 2006-1.

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/1b44b411-d10a-466c-b202-16b148645fb0/enf-ocak2006.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-1b44b411-d10a-466c-b202-16b148645fb0-m3fBaIY>. Erişim tarihi:

23.06.2020

TCMB (2006b). Enflasyon Hedeflemesi Rejimi. Erişim adresi:

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/07d5ced0-3f5c-4fa8-bd23-619f6b3c1d6b/EnflasyonHedeflemesiRejimi.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-07d5ced0-3f5c-4fa8-bd23-619f6b3c1d6b-nndrZmH>

TCMB (2006c). Enflasyon Raporu 2006-IV.

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/0ce40a2a-cf7f-41c4-9aab-eed334edf756/enf->

- [ekim2006.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-0ce40a2a-cf7f-41c4-9aab-eed334edf756-m3fBaIZ](#). Erişim tarihi: 23.06.2020
- TCMB (2007a). Enflasyon Raporu 2007-II.
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ae39c570-563f-458e-b6a0-e218b561fb69/enf-nisan2007.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-ae39c570-563f-458e-b6a0-e218b561fb69-m3fBaI->. Erişim tarihi: 20.09.2020
- TCMB (2007b). Enflasyon Raporu 2007-III.
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4bcfaf6d-fcd3-4d01-8f01-563f1a17a3d4/enf-temmuz2007.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-4bcfaf6d-fcd3-4d01-8f01-563f1a17a3d4-m3fBaLz>. Erişim tarihi: 22.12.2020
- TCMB (2008a). Enflasyon Raporu 2008-I.
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/fe8fbf9a-fd5d-4a46-95e3-27f349a8a86c/enf-ocak2008.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-fe8fbf9a-fd5d-4a46-95e3-27f349a8a86c-m3fBaLA>. Erişim tarihi: 22.12.2020
- TCMB (2008b). Enflasyon Raporu 2008-II.
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/195b8ebe-073b-44e8-81c6-6d571ff6e773/enf-nisan2008.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-195b8ebe-073b-44e8-81c6-6d571ff6e773-m3fBaLA>. Erişim tarihi: 23.12.2020
- TCMB (2008c). Enflasyon Raporu 2008-IV.
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/15a19e35-9b32-494b-8501-6da4627a6f68/enf-ocak2009.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-15a19e35-9b32-494b-8501-6da4627a6f68-m3fBaLy>. Erişim tarihi: 23.12.2020

- TCMB (2009a). Enflasyon Raporu 2009-II.
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/f2a0cee1-bc41-4cd1-b77c-a5ccaec010e3/enf-nisan2009.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-f2a0cee1-bc41-4cd1-b77c-a5ccaec010e3-m3fBaLx> Erişim tarihi: 23.12.2020
- TCMB (2009b). Enflasyon Raporu 2009-III.
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/99acadae-9d26-4201-aeaf-f9821a13113b/enf-temmuz2009.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-99acadae-9d26-4201-aeaf-f9821a13113b-m3fBaLz> Erişim tarihi: 23.12.2020
- TCMB (2010a). Enflasyon Raporu 2010-I.
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/a55e6a1d-0f7f-4c10-a74f-fa6d94351f32/enf-ocak2010.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-a55e6a1d-0f7f-4c10-a74f-fa6d94351f32-m3fBaO1> Erişim tarihi: 23.12.2020
- TCMB (2010b). Enflasyon Raporu 2010-II.
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/39672b7f-1908-493d-bf6c-61071e63c115/enf-nisan2010.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-39672b7f-1908-493d-bf6c-61071e63c115-m3fBaO1> Erişim tarihi: 24.12.2020
- TCMB (2010c). Enflasyon Raporu 2010-III.
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/b28157fc-b3db-4701-830f-d7645c29b41e/enf-temmuz2010.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-b28157fc-b3db-4701-830f-d7645c29b41e-m3fBaO0> Erişim tarihi: 24.12.2020
- TCMB (2011a). Enflasyon Raporu 2011-I.
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/aebf52bf-8992-4a07-b5e6-c7c53b042924/enf-ocak2011.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE->

	aebf52bf-8992-4a07-b5e6-c7c53b042924-m3fBaQI	Erişim	tarihi:
	24.12.2020		
TCMB	(2011b).	Faaliyet	Raporu
			2011.
	https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/fc2860bf-4a2f-4fd5-81e1-5afe9edf6a14/11turkce.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKS		
	PACE-fc2860bf-4a2f-4fd5-81e1-5afe9edf6a14-mgX2Jfo	Erişim	tarihi:
	27.12.2020		
TCMB	(2012a).	Enflasyon	Raporu
			2012-1. 1036-4509, 1-135.
	https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/2012/Enflasyon+Raporu+2012-I		
TCMB	(2012b).	Faaliyet	Raporu
			2012.
	http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2012/files/tr-full.pdf	Erişim	tarihi:
	27.12.2020		
TCMB	(2013).	Faaliyet	Raporu
			2013.
	http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2013/files/tr-full.pdf	Erişim	tarihi:
	27.12.2020		
TCMB	(2014a).	Açık	Piyasa İşlemleri:
			Uygulama Talimatı.
	https://tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ad568958-d0b5-45c3-ac43-1b4c57743435/pgmapi1.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-ad568958-d0b5-45c3-ac43-1b4c57743435-m3LdDGi		
TCMB	(2014b).	Faaliyet	Raporu
			2014.
	http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2014/files/tr-full.pdf	Erişim	tarihi:
	27.12.2020		
TCMB	(2015).	Faaliyet	Raporu
			2015.
	http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2015/files/tr-full.pdf	Erişim	tarihi:
	27.12.2020		
TCMB	(2016).	Faaliyet	Raporu
			2016.
	http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2016/files/tr-tcmb2016.pdf	Erişim	tarihi:
	27.12.2020		
TCMB	(2017).	Faaliyet	Raporu
			2017.
	http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2017/files/tr-full.pdf	Erişim	tarihi:
	27.12.2020		

- TCMB (2018). Faaliyet Raporu 2018. <http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2018/files/tr-full.pdf> Erişim Tarihi: 25.12.2020
- TCMB (2019). Faaliyet Raporu 2019. <http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2019/files/tr-full.pdf> Erişim Tarihi: 25.12.2020
- Temel, S. (2007). *Enflasyon Hedeflemesinin Türkiye’de Uygulanabilirliği*. Doktora Tezi. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Toker, K. (2020). Enflasyon Hedeflemesi ve Taylor Kuralı: Türkiye Örneği. Yüksek Lisans Tezi. Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Denizli.
- Tunalı, H. Ve Yalçınkaya, Y. (2016). Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamasında Enflasyon ile Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisinin Analizi. *İktisat Fakültesi Mecmuası*, Cilt No.66, Sayı 2, 61-112.
- Tunay, K.B. (2014). *Makroekonomi Teori ve Politika*. Ankara: Nobel Yayınları.
- Uçak, H. (2004). Enflasyon Hedeflemesi ve Alternatif Para Politikalarına Göre Değerlendirilmesi. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 13(1), 103-120.
- Ulaş, S. (2010). Enflasyon ve Döviz Kurunun Hisse Senedi Piyasası’na Etkileri, İMKB’de Uygulaması. Yüksek Lisans Tezi. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Uygurtürk, H. (2018). Finansal Piyasalar. D.Ç. Yıldırım ve E.İ. Çevik (Editörler). *Para Bankacılık ve Finansal Sistem içinde* (S. 268-296). Bursa: Ekin Yayınevi.
- Yaman, N. (2018). *Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Parasal Aktarım Mekanizmasının Etkinliği*. Yüksek Lisans Tezi. Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Zonguldak.
- Yapraklı, S. Ve Kaplan, F. (2012). Türkiye’de Uygulanan Açık Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Başarısı Üzerine Ekonometrik Bir Değerlendirme. *H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt No: 30, Sayı 2, 185-208.
- Yay, G.G. (2006). Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedeflemesi. *İktisat Dergisi*. Sayı 470-471, 3-17.

- Yay, G.G. (2012). *Para ve Finans Teori – Politika*. İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Yazgan, E. (2015). *Para Politikası: Bir Örnek Olarak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Tepki Fonksiyonunun Tahmini*. Doktora Tezi. Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Yıldırım, D.Ç ve MİRasedoğlu, M.U. (2018). Merkez Bankacılığı. D.Ç. ve E.İ. Çevik (Editörler). *Para Bankacılık ve Finansal Sistem içinde* (s. 96-128). Bursa: Ekin Yayınevi.
- Yıldırım, K., Karaman, D. Ve Taşdemir, M. (2016). *Makroekonomi*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Yılmaz, B.E. (2005). Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesine Geçiş Bağlamında Kamu Dinamikleri Baskısı. *I.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, Cilt No:32, 81-109.
- Yiğitbaş, Ş.B. (2009). Gelişen Piyasa Ekonomilerinde Alternatif Para Politikası Stratejileri, Türkiye Ekonomisi Açısından Bir Değerlendirme. *Yönetim ve Ekonomi*, Cilt No: 16, Sayı 1, 207-225.
- Yurtkur, A.K. ve Çevik, N.K. (2018). Para Politikası. D. Ç. Yıldırım ve E.İ. Çevik (Editörler). *Para Bankacılık ve Finansal Sistem içinde* (s. 130-156). Bursa: Ekin Yayınevi.
- Yücememiş, B.T., Alkan, U. ve Dağdır, C. (2015). Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru: Türkiye'de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*. Cilt No:7, Sayı 13, ISSN 1309-1123, 449-478. doi: 10.14784/jfrs.02508