

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSADİ GELİŞME VE ULUSLARARASI İKTİSAT
ANABİLİMDALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

MERKEZ BANKASI ENFLASYON
HEDEFLEMESİ REJİMİ VE ENFLASYONA
ETKİSİ: TEORİK VE AMPİRİK BİR ANALİZ.

SABRİ KURTOĞLU

2501160261

TEZ DANIŞMANI

PROF. DR. DÜNDAR MURAT DEMİRÖZ

İSTANBUL 2019



T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



YÜKSEK LİSANS
TEZ ONAYI

ÖĞRENCİNİN;

Adı ve Soyadı : SABRİ KURTOĞLU Numarası : 2501160261
Anabilim Dalı /
Anasanat Dalı / Programı : İKTİSADİ GELİŞME VE
ULUSLARARASI Danışmanı : PROF. DR. DÜNDAR MURAT DEMİRÖZ
Tez Savunma Tarihi : 16.12.2019 Saati : 12.00
Tez Başlığı : MERKEZ BANKASI ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ VE ENFLASYONA ETKİSİ;
TEORİK VE AMPİRİK BİR ANALİZ.

TEZ SAVUNMA SINAVI, İÜ Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 36. Maddesi uyarınca yapılmış,
sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin **KABULÜNE** OYBİRLİĞİ / OYÇOKLUĞUYLA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- PROF. DR. DÜNDAR MURAT DEMİRÖZ		KABUL
2- PROF. DR. FERDA HALICIOĞLU		KABUL
3- DOÇ. DR. MURAT BİRDAL		KABUL

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- PROF. DR. OĞUZHAN ÖZÇELEBİ		
2- PROF. DR. METİN SARFATİ		

ÖZ

MERKEZ BANKASI ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ VE ENFLASYONA ETKİSİ: TEORİK VE AMPİRİK BİR ANALİZ.

Sabri KURTOĞLU

Enflasyon 18 yüzyıldan daha uzun bir geçmişi olan bir olgudur. İlk enflasyon Roma döneminde metal paraların değerinin düşürülmesi sonucu oluşmuştur. Enflasyonun iktisadi olarak rahatsız edici bir olay olduğu ise son yüzyılda kabul edilmiştir. Bu çalışmada döviz kurundaki değişimlerin enflasyon üzerindeki etkisi incelenmiştir. Türkiye uzun yıllar yüksek enflasyonun acı reçetesine maruz kalmış bir ülkedir. Türkiye liberalleşme sürecinde sermaye hareketlerini serbest bırakmış ve Türk Lirasının Dünya paraları karşısında konvertible olmasına izin vermiştir. Bu sebeple Türkiye'nin enflasyonla mücadele konusunda başarılı olması için döviz kurunda istikrar sağlanması çok önemlidir.

1977 yılından itibaren sürekli yüksek enflasyon dönemine giren Türkiye 2006 yılından itibaren açık enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaktadır. Bu kapsamda Enflasyon hedeflemesi rejiminin enflasyon beklentilerini yönetmesi üzerindeki başarısı, bu rejimde para arzının rolü ve hedefle gerçekleşen enflasyon arasındaki durum incelenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Enflasyon hedeflemesi, enflasyon beklentisi, döviz kuru, enflasyon, merkez bankası, para arzı

ABSTRACT

CENTRAL BANK INFLATION TARGETING REGIME AND ITS EFFECT ON INFLATION: TEORICAL AND AMPIRICAL ANALYSIS.

Sabri KURTOĞLU

Inflation is a phenomenon with a history of more than 18 centuries. The first inflation occurred as a result of the depreciation of the coins in the Roman period. In the last century, it was accepted that inflation was an economically disturbing event. In this study, the effect of exchange rate changes on inflation is examined. Turkey is a country that is exposed to high inflation bitter pill for many years. Turkey left open capital account liberalization process and in the face of world money has allowed the Turkish lira to be convertible. This is why ensuring stability in the exchange rate to be successful in fighting inflation in Turkey is very important.

Since 1977, Turkey has entered a sustained period of high inflation implement inflation targeting regime since 2006. In this concept, it is analyzed the success of inflation targeting regime over inflation expectations, the role of money supply in this regime, moreover the situation of the real inflation compared to inflation target.

Key Words: Inflation targeting, interest expectation, exchange rate, inflation, central bank, money supply

ÖNSÖZ

Yüksek Lisans Tezi olarak hazırlanan bu çalışmada, uzun yıllar yüksek enflasyonla mücadele etmiş Türkiye'nin enflasyon hedeflemesi rejimine geçtikten sonra bu rejimin enflasyon beklentileri üzerindeki etkileri ve bankanın hedefi tutturmasındaki başarı incelenmiştir.

Türkiye için Merkez Bankasından alınan veriler ile döviz kuru, merkez bankası politika faizi, enflasyon, para arzı, enflasyon beklentileri verileri üzerinden çeşitli incelemeler yapılmış ve bu analizler üzerinden sonuçlar çıkarılmıştır.

Yapılan bu çalışmada, yüksek lisans eğitiminde öğrencisi olduğum tez danışmanım Prof. Dr. Dündar Murat DEMİRÖZ'e gerek bilgi birikimi gerekse de tecrübesi ile tezime yaptığı katkılar nedeniyle sonsuz teşekkürlerimi iletiyorum.

Ayrıca bu yolda tüm desteklerini esirgemeyen biricik eşime sevgilerimi ve teşekkürlerimi iletiyorum.

Saygılarımla...

Sabri KURTOĞLU

İstanbul

İÇERİK

ÖZ.....	ii
ABSTRACT	iv
ÖNSÖZ.....	v
TABLolar LİSTESİ.....	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ	ix
KISALTMALAR LİSTESİ	xii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ENFLASYON

1.1. Enflasyonun Tanımı.....	4
1.2. Enflasyon Türleri.....	6
1.2.1. Enflasyonun Kaynağına Göre Sınıflandırılması	6
1.2.1.1. Talep Enflasyonu	6
1.2.1.2. Maliyet Enflasyonu	7
1.2.1.3. Para Arzı.....	12
1.2.1.4. Enflasyon Beklentileri.....	15
1.2.2. Hızına Göre Enflasyon	17
1.2.2.1. İlmli Enflasyon	17
1.2.2.2. Yüksek Oranlı (Kronik) Enflasyon	17
1.2.2.3. Hiperenflasyon.....	18
1.2.3. Enflasyonun Ölçülmesi	20
1.2.3.1. Deflatör.....	21
1.2.3.2. Tüketici Fiyat Endeksi	21
1.2.3.3. Yurtiçi Üretici Fiyat Endeksi (Yİ-ÜFE).....	24

İKİNCİ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ

2.1. Tanım ve Operasyonel Çerçeve	27
2.1.1. Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Nedir?	27
2.1.2. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Operasyonel Yapısı	32
2.1.3. Parasal Aktarım Mekanizması	35
2.1.4. Taylor Kuralı	39
2.1.5. Enflasyon Hedefleri	42
2.1.6. Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik	44
2.2. Merkez Bankası Bağımsızlığı	47
2.2.1. Amaç ve Araç Bağımsızlığı	48
2.2.2. Yasal Bağımsızlık ve Gerçek Hayatta Bağımsızlık.....	49
2.2.3. Ekonomik Bağımsızlık	49
2.2.4. Politik Bağımsızlık	50
2.2.5. Bağımsızlığın Ölçümü ve Önemi	50
2.3. TCMB'nin Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Uygulaması	52
2.4. Alternatif Para Politikası Rejimleri	53
2.4.1. Parasal Hedefleme	53
2.4.2. Döviz Kuru Hedeflemesi	55

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FAİZ TEORİLERİ VE DÖVİZ KURU REJİMLERİ

3.1. FAİZ TEORİLERİ.....	57
3.1.1. Varlık Talebi Teorisi	57
3.1.2. Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi	61
3.1.3. Keynesgil Faiz Teorisi (Likidite Tercihi Teorisi).....	63

3.2. DÖVİZ KURU REJİMLERİ	66
3.2.1. Sabit Kur Sistemi.....	66
3.2.2. Orta Rejimler	66
3.2.3. Esnek Kur Sistemi	74
3.2.4. Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Rejimleri ve Ekonomik Konjonktör 76	
3.1.2. Döviz Kurlarının Yurtiçi Fiyatlara Geçiş Etkisi	84

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

VERİ ANALİZİ

VERİ ANALİZİ	86
SONUÇ.....	98
KAYNAKÇA	101

TABLÖLER LİSTESİ

Tablo 1: 1984 Sonrası Hiperenflasyonlar	19
Tablo 2: TÜFE Ana Harcama Grubu Ağırlıkları.....	22
Tablo 3: İşyeri, Kira, Fiyat ve Madde Sayıları, 2016-2017	23
Tablo 4: Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi Kapsamıyla İlgili Sayısal Bilgiler.....	24
Tablo 5: Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi Kısım Düzeyinde Ağırlıklar (2016-2017) ..	24
Tablo 6: Para Politikası Kurulu Toplantı ve Rapor Takvimi	46
Tablo 7: Politik ve Operasyonel Bağımsızlık Ölçümü	50
Tablo 8: TCMB Enflasyon Hedefi ve Gerçekleşen Enflasyon	52

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: 2003 Q1- 2019 Q3 Arası TÜFE ve Yi-ÜFE Endeksleri.....	10
Şekil 2: Ocak 2004 - Ağustos 2019 Tüketici Güven Endeksi	11
Şekil 3: Ocak 2004-Ağustos 2019 Arası USD/TRY Kuru	12
Şekil 4: Para Arzı ile Enflasyon Arasındaki İlişki	13
Şekil 5: 1986-2018 3 Aylık TCMB Para Arzı	14
Şekil 6: 2019 Ağustos İtibariyle Yurt içi Yerleşiklerin TL-YP ve Kıymetli Maden Mevduatları Karşılaştırması	14
Şekil 7: Enflasyon Beklentisi ile Enflasyon İlişkisi	15
Şekil 8: Ocak 2013-Nisan 2019 Arası Enflasyon ile Enflasyon Beklentisi İlişkisi ...	17
Şekil 9: Kırılgan Beşli Ülkelerin Tüfe Oranları Kıyaslaması.....	23
Şekil 10: Türkiye, AB ve OECD ülkelerinin son 10 yıl içerisindeki Yİ-ÜFE performansları.....	25
Şekil 11: Parasal Aktarım Mekanizması	35
Şekil 12: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri.....	41
Şekil 13: 2003-2013 Çeyrek Dönem TÜFE-Döviz Sepeti Karşılaştırması.....	42
Şekil 14: Enflasyon Hedefi ve Bantları	44
Şekil 15: Merkez Bankası Bağımsızlığı ve Enflasyon Oranı	48
Şekil 16: Merkez Bankası Bağımsızlığı ve Enflasyon Arasındaki İlişki	51
Şekil 17: Gerçekleşen Enflasyon ve Hedef Karşılaştırması (2002-2018)	53
Şekil 18: Para Politikaları Stratejileri.....	54
Şekil 19: Parasal Kontrol.....	55
Şekil 20: Tahvil Denge Fiyatı ve Miktarı	57
Şekil 21: Türkiye 10 Yıllık Tahvil Getirisi.....	58
Şekil 22: Servet Artışı ile Tahvil İlişkisi	58
Şekil 23: Türkiye'nin Son 5 Yıla İlişkin CDS Primi	59
Şekil 24: Tahvil Arzı ve Tahvil Dengesi İlişkisi.....	60
Şekil 25: Enflasyon Beklentisi ile Tahvil Fiyatı İlişkisi.....	61
Şekil 26: Ödünç Verilebilir Fonlara Ait Fiyat-Miktar Dengesi	62
Şekil 27: İşlem Saikiyle Para Talebi	63
Şekil 28: Spekülasyon Saikiyle Para Talebi	64

Şekil 29: Likidite Tuzağı	65
Şekil 30: Döviz Kuru Rejimleri	66
Şekil 31: 2000-2019 TL ve Döviz Mevduat Değişimlerinin Karşılaştırılması.....	69
Şekil 32: Ayarlanabilir Sabit Kur Sistemi	71
Şekil 33: Sürünen Sabitleme/Band Kur Sistemi	72
Şekil 34: Hedef Alanı Kur Sistemi.....	73
Şekil 35: Kur Rejimleri ve Uygulayan Ülke Oranları	74
Şekil 36: Devalüasyonun Pozitif Etkileri	77
Şekil 37: 1980 öncesi Türkiye’de Yaşanan Devalüasyonlar	78
Şekil 38: 1981-1993 Yılları Arası USD/TRY Değişimi.....	81
Şekil 39: 1994 -1999 Yılları Arası USD/TRY Değişimi.....	82
Şekil 40: 2000-2001 Arası USD/TRY Değişimi.....	83
Şekil 41: Döviz Kuru – Tüketici Fiyatları İlişkisi.....	85
Şekil 42: 1988 - 2018 Arası Enflasyon Beklentisi ile Sene Sonu Enflasyonu Arasındaki Yüzdesel Fark	86
Şekil 43: 2002-2018 Enflasyon Hedefi ile Yıl Sonu Enflasyon Yüzdesel Fark	87
Şekil 44: 2003-2018 Yılları Dış Ticaret Açığı.....	89
Şekil 45: 1987-2019 Tarihleri TCMB Brüt ve Altın Rezervleri (mio USD).....	90
Şekil 46: 1987-2019 Tarihleri TCMB Brüt ve Altın Rezervleri Oransal Değişimi...90	
Şekil 47: 1987-2019 Arası M1 ve M2 Eski ve Yeni Tanım Değişimleri.....	91
Şekil 48: 2007-2019 Arası M1 ve M2 Değişim Hızları	92
Şekil 49: 2003-2018 Enflasyon-Para Arzındaki Değişim ve Dolar Kurundaki Değişimin Karşılaştırılması.....	95

KISALTMALAR LİSTESİ

AB : Avrupa Birliği

AMB : Avrupa Merkez Bankası

ABD : Amerika Birleşik Devletleri

ECB : European Central Bank

ERM : European Exchange Rate Mechanism

EVDS : TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

FED :Federal Reserves

GSYİH: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

IMF : International Monetary Fond

KİT : Kamu İktisadi Teşekkülleri

OPEC : Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü

TCMB : Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

TEFE : Toptan Eşya Fiyat Endeksi

TÜİK : Türkiye İstatistik Kurumu

TÜFE : Tüketici Fiyat Endeksi

ÜFE : Üretici Fiyat Endeksi

Yi-ÜFE: Yurtiçi Üretici Fiyat Endeksi

YP : Yabancı Para

GİRİŞ

Türkiye uzun zamanlar boyunca yüksek enflasyonla mücadele etmiş ve hala enflasyonla savaşına devam etmektedir. Enflasyon Türk Lirasının alım gücünü sürekli düşürmüş, yakın zamana kadar en küçük market alışverişinde bile birkaç milyon Türk Lirası tutarında harcamalar yapılır duruma gelmişti. Bu sebeple ekonomi yönetimi 2005 yılında Cumhuriyet tarihinin en proaktif kararlarından birine imza atarak paradan altı sıfır atımını gerçekleştirdi ve Yeni Türk Lirasına ve kuruş para birimine geçiş sağlandı.

Enflasyon, tanım olarak fiyatlar genel düzeyinde sürekli bir artışı ifade eder. Enflasyon insanların cüzdanlarındaki bir akrep gibidir. Kişilerin alım gücünün azalmasına, aynı miktarda ve kalitede ürün ve hizmeti daha yüksek fiyatlarla temin etmelerine neden olur. Tarihimizde enflasyonun çok yüksek olduğu dönemler olduğu gibi enflasyonun düşük gerçekleştiği dönemler de olmuştur. Fakat toplumumuzda fiyat artışlarına tepkiler de zaman zaman değişik şekillerde cereyan etmiştir. Tarihimizde enflasyonun düşük gerçekleştiği dönemlerde dahi kişilerin hayat pahalılığından şikayet ettiği dönemler olmuştur. Bu bağlamda enflasyon sadece iktisadi bir olgu değil aynı zamanda sosyal bir olgudur.

Türkiye yıllarca enflasyona farklı şekillerde mücadele etmiştir. Ülkede çok yüksek enflasyon oranlarına şahit olmuş, ekonominin en önemli gündeminin enflasyonla mücadele olduğu dönemler yaşanmıştır. 2001 yılında Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı kapsamında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası da yapısal dönüşümden etkilenmiştir. Bu yapısal dönüşüm sürecinin en önemli aşamalarından biri de 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası kanununun yenilenmesidir. Bu kanun metnine bankanın temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu ifadesi eklenmiş, Bankaya, uygulayacağı para politikası araçlarına ilişkin araç bağımsızlığı verilmiş, bankaya fiyat istikrarına ek olarak finansal istikrarı koruma amaçlı tedbir alma yetkisi verilmiştir. Ayrıca bu kanun metninde Bankanın fiyat istikrarına engel olmayacak şekilde hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekleyeceği hükümlerine yer verilmiştir.

Merkez Bankası 2002 yılında örtük ve 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başlamıştır. Banka açık enflasyon hedeflemesine geçene kadarki 4 yıllık sürede hedefleri gerçekleştirmiş, açık enflasyon hedefine geçişten sonra 2 yıl hariç diğer senelerde hedefleri tutturamamıştır.

Enflasyonun oluşmasına neden olan çeşitli etkenler vardır. Enflasyon talep yönlü ve maliyet yönlü olabilir, para arzındaki değişikliklerden kaynaklanabilir. Aynı zamanda gelecekteki enflasyona ilişkin beklentiler de cari enflasyona etki eder. Enflasyon büyüklüğüne göre de sınıflandırılır ve çeşitli parametrelere göre enflasyon büyüklüğü tespit edilir.

Gelişmekte olan ülkeler yabancı finansman ve yatırıma ihtiyaç duymaktadırlar. Bir ülkenin yabancı yatırımcı gözünde belirli bir güvenilirlik ve itibar sağlamak adına yetki sahipleri ülkeyi ekonomik ve politik anlamda istikrarlı hale getirmek zorundadırlar. Yabancı yatırımcılar mali disiplin, etkili ve bağımsız yüksek kurumlar, adli yargı düzeni, uluslararası normlara uyum gibi konuya önem arz ederler. Aynı zamanda ülkeye yaptıkları yatırım sonrası aldıkları riske göre de getiri beklerler. Merkez Bankası politika faizi bu aşamada çok önem arz etmektedir. Faiz oranları arttıkça yabancı yatırımcıların ülkeye sıcak para sokma iştahı artacak bu sayede ülke parası değer kazanacaktır.

Bu çalışmanın ilk bölümünde enflasyon tanımlanmış, enflasyonun nedenleri ve çeşitleriyle ilgili detaylı bilgiler verilmiş ve enflasyon ölçme yöntemlerinden bahsedilmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde enflasyon hedeflemesi rejimi tanımlanmış ve detaylı analiz edilmiş, bu rejim operasyonel çerçeve kapsamında incelenmiş ve rejim için hayati önem taşıyan husus olan merkez bankası bağımsızlığı hakkında bilgi verilmiştir. Bu bölümün sonunda diğer alternatif para politikalarından bahsedilmiştir. Çalışmanın üçüncü bölümünde faiz teorileri ve döviz kuru rejimleri anlatılmış ve Türkiye’de uygulanan kur rejimleri dönemler itibariyle analiz edilmiştir.

Çalışmanın dördüncü bölümünde Türkiye’nin enflasyon beklentisi ve gerçekleşen enflasyon arasındaki ilişki, döviz kuru para arzı enflasyon arasındaki ilişki ve Merkez Bankası rezervlerinin içeriği incelenmiştir. Merkez Bankasının enflasyon

hedeflemesi stratejisinin ekonomiye etkisi ve merkez bankasının enflasyon hedeflerini tutturabilmesi için neler yapması gerektiği hakkında öneriler sunulmuştur.



BİRİNCİ BÖLÜM

ENFLASYON

Enflasyon bir ülkenin ekonomik ve mali performansının en önemli göstergelerinden biridir ve bir ülkenin para ve maliye politikalarının şekillenmesinde öncelikli kullanılan veridir. Dünyada birçok merkez bankasının en önem verdiği husus finansal istikrardır. Hane halkı ve sosyal yaşamı çok önemli anlamda etkileyen bu olgu birçok faktör tarafından şekillenmekte, birçok faktörü de doğrudan etkilemektedir. Bu bölümde enflasyonun genel tanımı, enflasyonun türleri, enflasyona sebep olan unsurlar, parasal aktarım mekanizması, enflasyonu ölçme yöntemleri ve endeksler incelenecektir.

1.1. Enflasyonun Tanımı

Enflasyon dünya genelindeki en yaygın ekonomik sıkıntılardan biridir. Enflasyon kavramı daha çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ana sorunu olarak karşımıza çıkmaktadır. Enflasyon tanım olarak fiyatlar genel seviyesindeki sürekli artıştır. Yani enflasyon hane halkı ve kişilerin alım güçlerini zayıflatır ve doğal olarak fakirleştirir.

Enflasyon denilince ilk olarak akla gelmesi gereken tanım, enflasyonun kişilerin ana harcama kalemi olan temel geçim kaynakları olarak kullandığımız mal ve hizmetlerin fiyatlarında meydana gelen artış olmasıdır. Enflasyonun genel kabul gören tanımı ise, fiyatlar genel seviyesinde meydana gelen sürekli bir artış olmasıdır. Enflasyon belirli bir düzene oturduktan sonra katılaşma eğilimine girer. Katılaşmış enflasyon hem ekonomik istikrarsızlığı artırır hem de ülkenin genel ekonomi yönetimin başarısını ve ekonomik performansını düşürür.

Doğruel'e göre enflasyon, dünyanın en büyük hırsız olarak adlandırılmakta, bu gizli hırsız herkesten çalmakta ve sabit gelirli olanların gelirlerini düşürmektedir. (Doğruel & Doğruel, 2005, s. 11)

Enflasyon, fiyatlar genel düzeyinin yükselmesi olarak anlaşıldığı halde, enflasyon oranının düşmesi fiyat azalması değildir. Bilakis, enflasyon oranı azalsa dahi fiyatlar genel seviyesi yükselmeye devam eder. Enflasyon oranındaki azalma dezenflasyon olarak adlandırılır. Dezenflasyon enflasyonun yüksek seyrettiği ülkelerdeki enflasyonun düşürülmesi veya düşmesi sürecidir (TCMB, 2013). Fakat bir önceki enflasyon oranına kıyasla fiyatlar daha yavaş şekilde de olsa artmaya devam eder. Bu durum sonucunda insanların alım güçleri daha yüksek enflasyona sahip bir ekonomiye göre daha az azalmaktadır. Fiyatlar genel seviyesinin sürekli düşmesi hali ise deflasyondur. Fiyatlar genel seviyesinin azalması ilk başta pozitif bir süreç gibi algılansa dahi bu kavram enflasyondan çok daha büyük bir ekonomik buhrana işaret eder.

Bir ekonomide mal ve hizmetlerin fiyatlarında değişik oranlarda artışlar olabilir. Bu ekonomide enflasyondan bahsedebilmemiz için fiyat artışının mal ve hizmetin geneline yayılmış olması gerekmektedir. Bir diğer tanımla enflasyon bir mal ya da bir hizmette meydana gelen artıştan ziyade, belirli bir enflasyon sepeti kapsamındaki bütün mal ve hizmetlerin ücretinde meydana gelen yükselmedir.

Fiyat yükselişleri bu sepet dahilindeki bütün mal ve hizmetlerde bir seferlik gerçekleşmiş, sonrasında azalmış ya da durağan hale gelmişse bu durum da enflasyon olarak tanımlanmaz.

Doğan v.d.'ye göre enflasyon olgusundan bahsedebilmemiz için gerekli bir diğer husus da bir ekonomideki fiyatlar genel seviyesindeki sürekli artışın kayda değer bir oranda olması gerekliliğidir. Yani bir diğer anlatımla, çok küçük miktardaki fiyat artışları enflasyon olarak tanımlanamaz. Enflasyon olgusundan bahsedebilmemiz için genel fiyatlar seviyesinde hissedilir miktarda bir artışın olması beklenmektedir. Bir ekonomide fiyatların ortalama on binde bir arttığını varsayarsak bu durumda o ülkede enflasyon olduğundan bahsedilmez. Enflasyonda kabul gören en küçük oran binde birdir (Doğan , Eroğlu, & Değer, 2016, s. 408).

Fiyatlar genel seviyesindeki belirsizlik o ekonomide de belirsizliklere yol açmaktadır. Fiyat istikrarı sağlandığında belirsizlikler azalmaktadır. Bunun sonucunda bireylerin karar almaları kolaylaşmakta, firma ve hane halkının tüketim,

yatırım ve tasarruflarında uzun vadeli karar almaları kolaylaşmaktadır. Fiyat istikrarı sağlandığı takdirde reel faizler düşmekte, kredi piyasalarında rahatlama gerçekleşmektedir. Bankalar, firmalara ve tüketicilere daha çok kredi imkanı sağlamakta ve bu sayede kredi hacmi artmaktadır. Enflasyon oranının düşmesi ve fiyat istikrarının sağlanması sadece iç piyasada olumlu sonuçlara sebep olmamakta, dış piyasada da olumlu etkisini göstermektedir. Enflasyon konusunda dengeye ulaşmış bir ülke ekonomik anlamda stabil olarak kabul edilmektedir. Bu ülkenin politika yapıcılarının ve para piyasasını kontrol eden kişilerin güvenilirliği artmaktadır. Bu vesileyle fiyat istikrarına sahip ekonomiler uzun vadeli yabancı yatırımcıların ülkeye yatırım yapması için teşvik edici bir unsurdur. Bu durum sonuç olarak ülkenin uluslararası arenada saygınlığını ve diğer ülkelerle yarışabilirliğini artıracaktır.

1.2. Enflasyon Türleri

Bir ekonomide fiyatlar genel düzeyinde artış olmasının 4 temel nedeni vardır: Bu artışlar,

- Talep kaynaklı,
- Maliyet kaynaklı
- Para arzındaki değişimlerden kaynaklı
- Ve enflasyon beklentilerindeki değişikliklerden ötürü olabilmektedir.

1.2.1. Enflasyonun Kaynağına Göre Sınıflandırılması

1.2.1.1. Talep Enflasyonu

Talep enflasyonu mal ve hizmet arzının, toplam talebin artış hızını yakalayamaması durumudur. Bir ülkede ekonomik konjonktörün genişleme döneminde ekonomi büyüme sürecinde olduğundan ve bu dönemde harcamaların artması, işsizliği azalması vb. olumlu gelişmeler gerçekleşeceğinden ekonomideki toplam talep artacak, toplam talebin artması da fiyatlar genel seviyesinde artışa sebep olacaktır. Kısaca, ekonominin toparlanma sürecinde olduğu ve işsizliğin azaldığı dönemlerde alım gücünün artması sebebi sonucu oluşan fazla talep bu tip enflasyona sebep olur.

Tunca'ya göre talep enflasyonunun söz konusu olması için toplam talebin artış hızının üretim artış hızından fazla olması gerekir. Bu tip enflasyon özel tüketim, yatırım harcamaları, kamu harcamaları ve ihracattaki artıştan kaynaklanabilir. Bu harcamalardaki artış hızının arz artış hızından fazla olması ekonomide enflasyonist bir ortamın olduğuna işaret eder. Ülkenin potansiyel çıktı düzeyine yaklaşması durumunda toplam talepteki artışlar, arz artışından ziyade fiyat artışına sebep olmaktadır (Tunca, 2011, s. 203).

Belli bir dönemdeki toplam harcama talebi; işçi ücretleri ve memur maaşlarındaki artış, kamu harcamalarının bütçe açığıyla finanse edilmesi, vergi oranlarındaki indirim, ülkeye gelen turist sayısındaki artış, kredi hacmindeki genişleme ve para arzının artması gibi çeşitli nedenlerle tam istihdam çıktı düzeyini aşabilir. Bunun sonucu olarak da talep enflasyonu oluşur. (Öğretir, 2019, s. 470)

Tüketicinin artması, toplam talebi artırdığı için fiyatlar genel seviyesini de artıracaktır. Parasız'a göre talep enflasyonunun bir diğer nedeni Merkez Bankasının para arzını artırmasıdır. Para arzındaki artışlar fiyatları yükseltecektir. Fakat enflasyon bu durumda kendiliğinden dengesini bulacaktır. Bu denge fiyatlar arttığı için reel para arzının azalması suretiyle gerçekleşecektir. Bir seferlik para arzı değişimi enflasyon olarak piyasaya yansımayacaktır. Fakat piyasaya sürekli para enjeksiyonu sürekli enflasyona sebep olacaktır. Bu enjeksiyon sıklaştıkça ve büyüdükçe hiperenflasyonun oluşma riski artmaktadır. Birinci dünya savaşı sonrası Almanya'da yaşanan hiperenflasyon bu durumun bunun açık bir örneğidir (Parasız, 2005, s. 465).

Para arzının artırılması sebebiyle kişilerin eline para daha fazla ve daha hızlı bir biçimde geçer. Hane halkı eline geçen bu fazla para ile tüketimlerini hızla artırır. Bu durum bir talep patlamasına sebep olabilir. Bu hızlı talep artışını karşılayabilecek arzın artış hızı talebe göre düşük kalır. Talebin arttığı arzın ise daha yavaş arttığı bir durumda ürün ve hizmetlerin fiyatları artar.

1.2.1.2. Maliyet Enflasyonu

Maliyet enflasyonu, asıl olarak üretim aşamasındaki girdi maliyetlerinin artışı sebebiyle ortaya çıkan maliyettir. Gıda ve enerji fiyatları, emtia fiyatlarındaki

yükseliş veya doğal afetler üretim maliyetlerini artırır. Bu gibi durumlar toplam arzın azalmasına ve sonrasında fiyatlar genel düzeyinde artışa neden olur (TCMB).

Maliyet artışlarının sebep olduğu enflasyona maliyet enflasyonu denilmektedir. Bu tür enflasyonları atıl kapasitelerin ve işsizliğin mevcut olduğu dönemlerde bile, özellikle işgücü maliyetlerindeki veya hammadde fiyatlarındaki artışlar nedeni ile meydana gelmektedir. Maliyet artışları nedeni ile toplam arzın kısılması, mevcut talep koşullarında fiyat artışları ile sonuçlanmaktadır. (Tunca, 2011, s. 203)

Maliyet enflasyonu girdi kalemlerinin artışından dolayı oluşmaktadır. Mal ve hizmetlerin üretimi sürecinde geçmişe nazaran daha yüksek maliyette ürün üreten üretici karını korumak veya zarar etmemek adına ürün fiyatını arttırır. Bu maliyetlerin artışı hızı arttıkça fiyatlar da o ölçekte artacaktır. Artan fiyatlar ise ürüne olan talebi azaltacaktır. Uzun süreli maliyet enflasyonu gerçekleşmesi ekonomik durgunluğun nedenlerinden biridir.

Maliyet enflasyonu bazı durumlarda üreticilerin yüksek kar etme güdüsünden de kaynaklanabilmektedir. Karını artırmak isteyen üreticiler fiyatlarını yükseltirler.

Maliyet enflasyonunun en yaygın nedeni, beklenen veya beklenmeyen üretim maliyetindeki artıştır. Örneğin, üretimde kullanılan hammadde veya envanter maliyeti artabilir ve bu da daha yüksek maliyetlere yol açabilir. Far edelim ki bir ülkenin nihai mal üretimi yüksek oranda ithal ara mal kullanımıyla gerçekleşsin. Bu ülkede gerçekleşecek kur şokları nihai ürün maliyetini yüksek oranda artıracaktır. Sonuç olarak, bu durum maliyet enflasyonuna neden olacaktır.

Enflasyon, bir seçili mal ve hizmet sepeti için bir ekonomideki fiyat artış oranının bir ölçüsüdür. Enflasyon, ücretlerin yeterince artmaması veya yükselen fiyatlara ayak uyduramaması halinde tüketicinin alım gücünü azaltabilir. Bir şirketin üretim maliyetleri yükselirse, şirketin üst yönetimi, ürünlerinin fiyatlarını yükselterek ek maliyetleri tüketicilere aktarmaya çalışabilir. Şirket fiyatları yükseltmezse, üretim maliyetleri artarken, şirketin karları düşecektir.

Maliyet baskısı enflasyonunun gerçekleşmesi için, etkilenen ürüne olan talebin, üretim maliyeti değişiklikleri gerçekleştiği süre boyunca sabit kalması gerekir. Artan

Üretim maliyetini telafi etmek için üreticiler, beklenen talebe ayak uydurarak kar seviyelerini korumak için tüketicide fiyatı yükseltir. Maliyet enflasyonu, kimi zaman da hükümetlerin dolaylı ve dolaysız vergileri arttırması sonucu oluşabilir. Üretici için ek maliyet yaratan vergilerdeki artışlar, enflasyonla sonuçlanabilir.

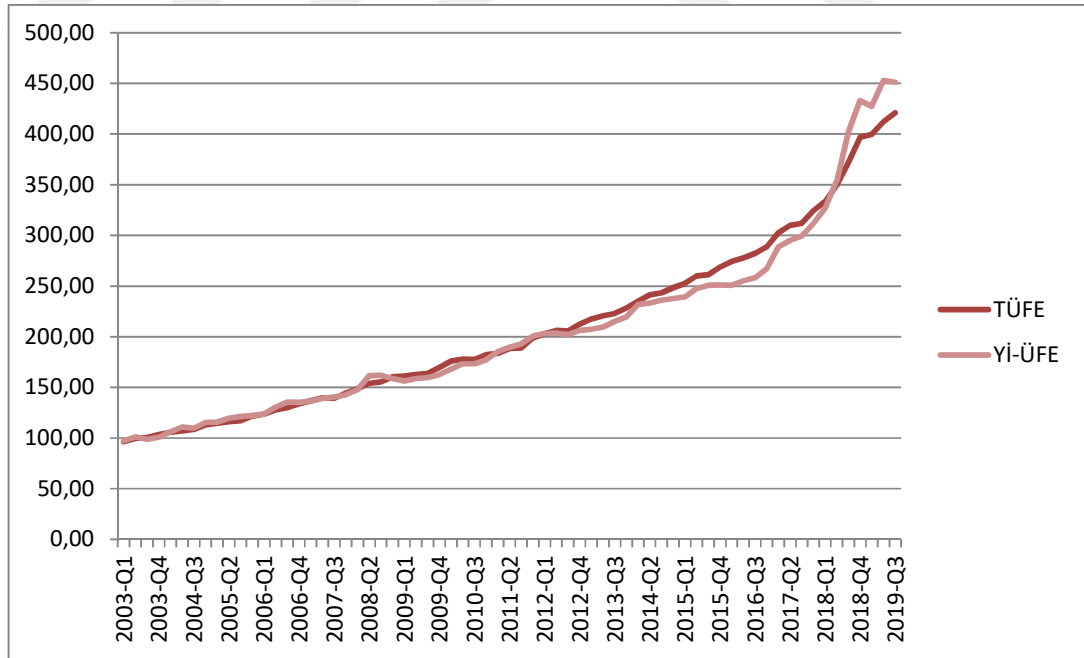
Artan işgücü maliyetleri, işçi başına düşen asgari ücretin artmasından dolayı üretim çalışanları için zorunlu ücret artışlarının ortaya çıkması gibi maliyet enflasyonunu yaratabilir. Sözleşmeli müzakerelerin durması nedeniyle bir işçi grevi, üretimde dşe neden olabilir ve sonuç olarak korkutucu ürün için daha yüksek fiyatlar ortaya çıkabilir.

Petrol İhraç Eden lkeler rgt (OPEC), hem petrol üreten hem de ihraç eden 14 ye ülkeden oluşan bir karteldir. Örgütün belirtilen misyonu, ye ülkelerinin petrol politikalarını koordine etmek ve birleştirmek, tüketicilere verimli, ekonomik ve düzenli bir petrol tedariki sağlamak, üreticilere istikrarlı bir gelir sağlamak için petrol piyasalarının istikrarı ve petrol endüstrisine yatırım yapanlar için adil bir sermaye getirisi güvence altına almaktır. Örgüt ayrıca uluslararası petrol piyasası hakkında önemli bir bilgi sağlayıcısıdır. Mevcut OPEC yeleri şunlardır: Cezayir, Angola, Ekvador, Ekvator Ginesi, Gabon, İran, Irak, Kuveyt, Libya, Nijerya, Kongo Cumhuriyeti, Suudi Arabistan (fili lider), Birleşik Arap Emirlikleri ve Venezuela . Endonezya ve Katar eski üyelerdir. 1970'lerin başında, jeopolitik olaylar nedeniyle, OPEC Amerika Birleşik Devletleri ve diğer ülkelere petrol ambargosu uyguladı. . OPEC, hedef ülkelere petrol ihracatını yasakladı ve ayrıca petrol üretimi kesintileri getirdi. 1970'lerin başında, jeopolitik olaylar nedeniyle, OPEC Amerika Birleşik Devletleri ve diğer ülkelere petrol ambargosu uyguladı. Ardından gelen bir arz şoku ve petrol fiyatının varil başına yaklaşık 3 ila 12 dolar arasında değişmesiydi. Maliyete dayalı enflasyon, emtia talebinde bir artış olmadığından ortaya çıkmıştır. Arz indiriminin etkisi, petrol ürünleri kullanan şirketler için daha yüksek üretim maliyetlerinin yanı sıra gaz fiyatlarında da bir artışa neden oldu.

Türkiye'ye dönersek, aşağıdaki grafikte 2003 1. eyrek – 2019 3. eyrek arası TÜFE ile Yİ-ÜFE fiyat endeksi grafik üzerinden karşılaştırılmıştır. Grafik zerinden TÜFE ÜFE verilerini incelediğimizde TÜFE ile FE'nin birbiriyle uyumlu bir trend

üzerinde hareket ettiği görülmektedir. Yİ-ÜFE'de 2013 yılından itibaren hızla artan yükselişin ana nedeni ise Türk Lirasının yabancı paralar karşısında değer kaybetmesi sonucu üreticilerin üretim maliyetlerini yükseltmesidir. Bu durum maliyet enflasyonu olarak karşımıza çıkmıştır. Üreticilerin üretimlerinde karşılaştığı maliyeti fiyatlara yansıtması sonucu bu maliyet maliyeti Tüketici fiyat endeksine de gecikmeli olarak yansımıştır. 2018 yılının ortasında yaşadığımız kur şoku sebebiyle yüksek ivmeyle değer kaybeden Türk Lirası üreticilerin maliyetlerine çok hızlı yansımıştır. Ülkemizde üretim ithal girdi ağırlıklı olduğundan hızla yükselen döviz kurları üreticilerin üretim maliyetlerini artırmıştır. Fakat, aynı zamanda piyasada durgunluk olduğundan, dolayısıyla talep azlığı mevcut olduğundan üreticiler bu artan maliyeti fiyatlara yansıtamamıştır. Bu durum da ÜFE endeksinin TÜFE endeksinden daha hızlı artmasıyla sonuçlanmıştır.

Şekil 1: 2003 Q1- 2019 Q3 Arası TÜFE ve Yİ-ÜFE Endeksleri



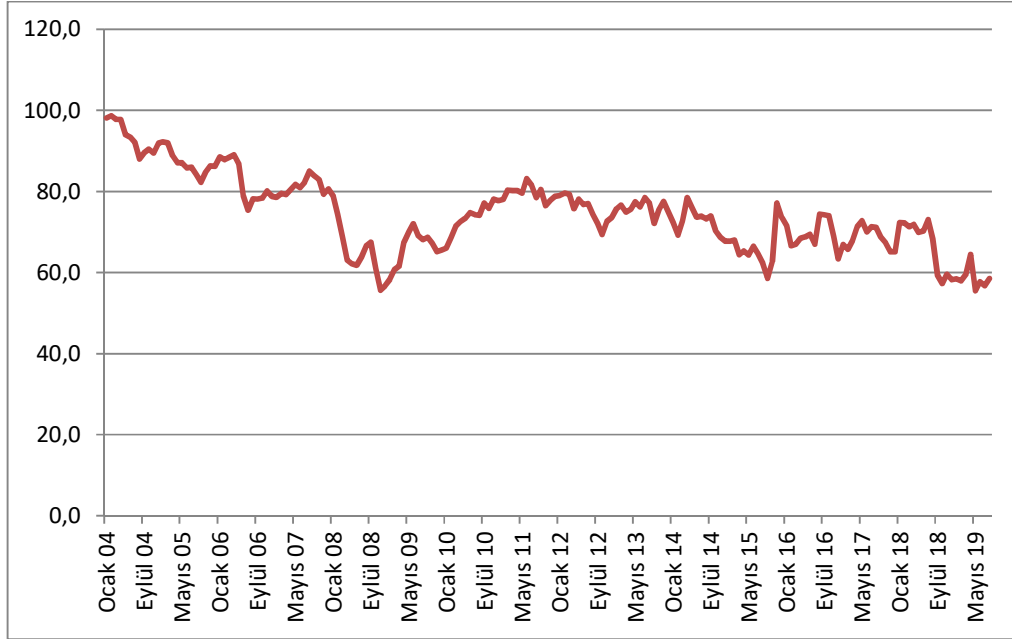
Kaynak: EVDS

1.2.1.2.1. Tüketici Güven Endeksi

Tüketici güven göstergesi, beklenen mali durumlara, genel ekonomik durum, işsizlik ve tasarruf kabiliyetlerine ilişkin duyarlılıklarına dayanarak, hane halklarının tüketim

ve tasarruflarındaki gelecekteki gelişmelerin bir göstergesidir. Güven endeksindeki 100'ün üzerindeki bir gösterge, tüketicilerin gelecekteki ekonomik duruma yönelik güvenlerinin artmasının bir sonucudur ve bu durumda tüketiciler tasarruf etmeye daha az eğilimli olmaktadır. Diğer bir anlatımla, gelecek 12 aylık dönemde büyük alımlar için para harcama eğiliminde olacaktır. 100'ün altındaki değerler ise, hane halkı ve ekonomi paydaşlarının, ekonomideki gelecekteki gelişmelere karşı karamsar bir tutuma sahip olduğunu işaret etmekte olup, muhtemelen daha fazla tasarruf etme ve daha az tüketme eğiliminde olacakları şeklinde yorumlanmaktadır. Şekil 2 ve şekil 3'te görüldüğü üzere Ocak 2004 ile Ağustos 2019 dönemine ilişkin tüketici güven endeksiyle dolar kuru değişimleriyle ilgili doğrudan bir ilişki göze çarpmamakla beraber 2008 mortgage krizi sonrası dip yapan tüketici güveni Ağustos 2018 tarihinde yaşanan kur şoku sonrasında da hızlı bir düşüş göstermiştir. Tüketici güveninin azalması hane halkının tüketimlerini azaltmasına sebep olmuştur. Ağustos 2018 tarihinde hızlı artan döviz kuru üreticilerin maliyetini artırmış, artan maliyetler sebebiyle ÜFE endeksi artmıştır.

Şekil 2: Ocak 2004 - Ağustos 2019 Tüketici Güven Endeksi



Kaynak: EVDS

Düşen tüketici güveni de bize hane halkının tüketim eğiliminin azaldığını bize işaret etmektedir. Üreticiler toplam talep azaldığı için artan maliyetleri fiyatlara yansıtamamış ve bu sebeple TÜFE'deki artış ÜFE'deki artışın gerisinde kalmıştır.

Şekil 3: Ocak 2004-Ağustos 2019 Arası USD/TRY Kuru



Kaynak: EVDS

1.2.1.3. Para Arzı

Para arzının bir çok tanımı ve çeşidi olmakla beraber temel olarak para arzı bir ekonomide belirli bir zaman diliminde dolaşımda bulunan parayı temsil etmektedir.. Para arzı enflasyon oranını uzun dönemde belirleyen bir unsurdur. Bu sebeple para arzındaki artış enflasyonu artırmakta, para arzındaki azalış ise enflasyonu düşürmektedir. Tüketim ve yatırım harcamaları para arzının artmasıyla artış göstermektedir. Bu durum fiyatların artması yönünde piyasa baskısı oluşturur (TCMB, 2013).

Şekil 4: Para Arzı ile Enflasyon Arasındaki İlişki



Merkez Bankalarının para arzını hem işlemler hem de likidite yaklaşımı varsayımıyla belirlerler. M1 para tanımı işlemler yaklaşımını temsil ederken, M2 ve M3 para tanımları likidite yaklaşımını temsil eder. 1990'lı yılların başında Merkez Bankasının para tanımları aşağıdaki gibiydi ve buna şu anda eski para tanımları denmektedir.

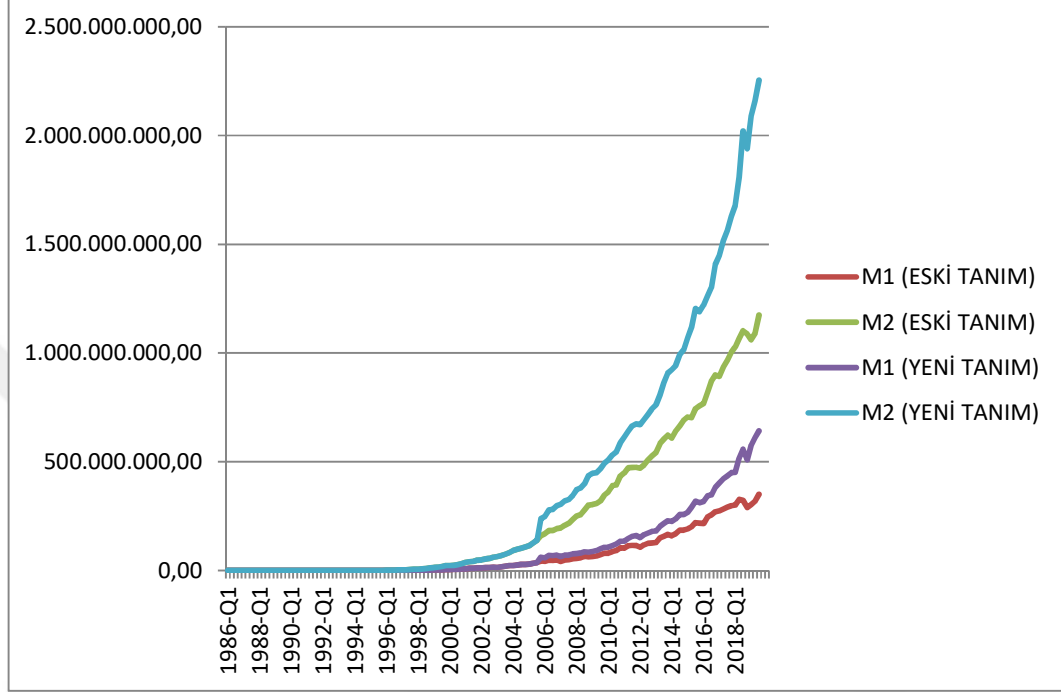
- M1: Nakit + Seyahat çeki + Vadesiz mevduat (TL) + Diğer çekilebilir mevduatlar
- M2= M1+ Vadeli mevduatlar (TL) + Tasarruf mevduatları
- M3= M2 + Resmi kuruluşların mevduatları + merkez bankasındaki diğer mevduat

Güncel para tanımları da aşağıdaki gibidir.

- M1: Dolaşımdaki para + vadesiz mevduat (TL, YP)
- M2: M1 + Vadeli Mevduat (TL, YP, kıymetli maden)
- M3: M2 + Repo + Para Piyasası Fonları + ihraç edilen menkul kıymetler

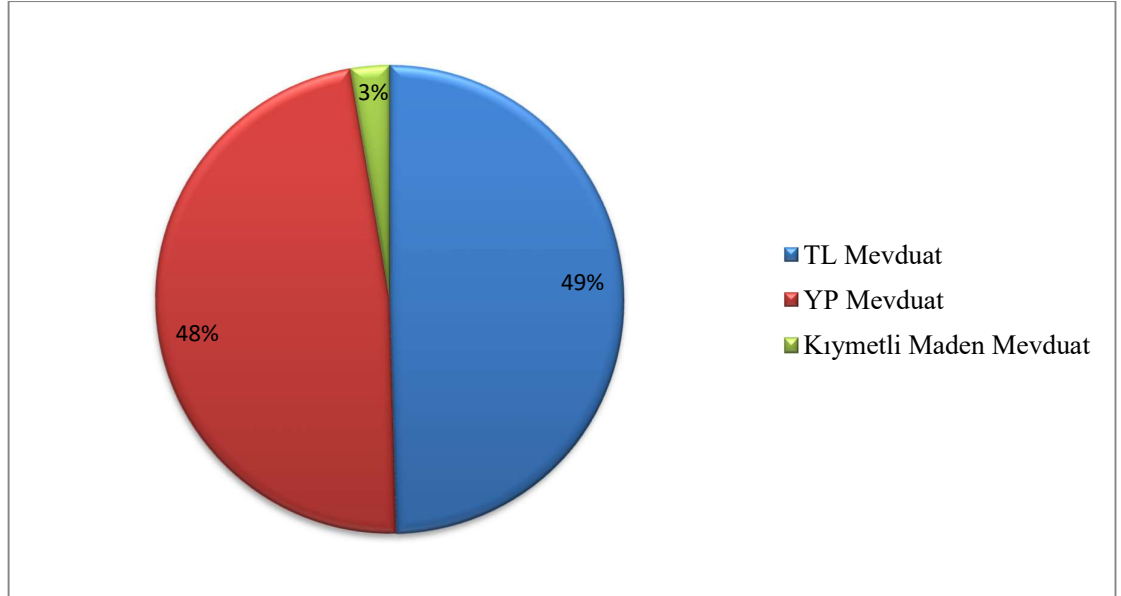
Eski para tanımında sadece Türk Lirası kabul edildiğinden eski para arzı ve yeni para arzı tanımlarını içeren Şekil 4'teki grafikte yeni para tanımı daha yüksek değerlere ulaşmıştır. 2014 yılında yabancı para veya kıymetli maden mevduatlardaki artış sebebiyle eski para tanımı ile yeni para tanımı arasındaki fark büyümüş, bu fark 2018 yılında maksimum değerine ulaşmıştır. Ayrıca M2 para tanımı içerisindeki eski-yeni para tanımı arasındaki fark M1'e göre daha büyüktür. Bunun nedeni hane halkı ve tasarruf sahiplerinin vadeli mevduattaki tercihlerinin yabancı para veya kıymetli maden olmasındandır. Şekil 6'da görüleceği üzere yurtiçi yerleşiklerin yarısından fazlası mevduat tercihini yabancı para olarak belirlemiştir. Bu durum da para arzındaki eski ve yeni tanımlar arasında büyük farklar oluşmasına neden olmuştur.

Şekil 5: 1986-2018 3 Aylık TCMB Para Arzı



Kaynak: EVDS

Şekil 6: 2019 Ağustos İtibariyle Yurt içi Yerleşiklerin TL-YP ve Kıymetli Maden Mevduatları Karşılaştırması

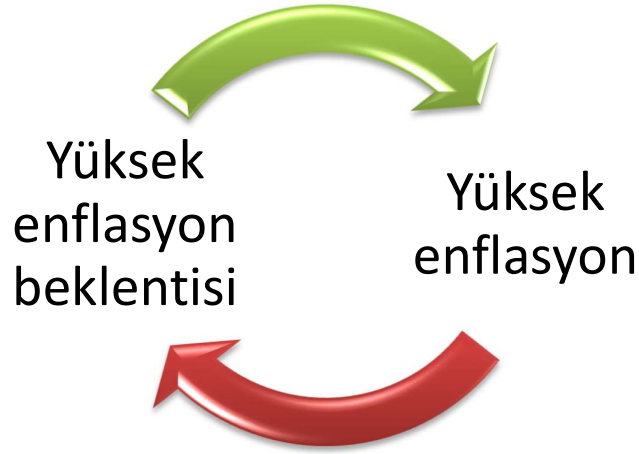


Kaynak: <https://www.bddk.org.tr/BultenAylik>

1.2.1.4. Enflasyon Beklentileri

Enflasyon beklentisi enflasyonu oluşturan diğer bir önemli etkidir. Bu beklenti hane halkı, tüketici ve üreticilerin gelecek dönemde fiyatlar genel düzeyinde artış olacağını düşünceleridir. Bu tür beklentiler enflasyon oluşumunda kritik bir rol almaktadır. Tüketici ve üreticiler gelecekte fiyat artışı bekledikleri takdirde bu kişilerce ücret talebi aracılığıyla hizmet ve mal fiyatlarında artışa yol açmaktadır. İleriye dönük fiyat beklentilerini ticari alım satım sözleşmelerinde, kira artırımlarında ve maaş zammında görmekteyiz. Bu sebeple enflasyon beklentisi enflasyona yön vermektedir. Yani kişiler beklentilerini geçmiş dönem enflasyona yakın bir şekilde belirlemeye devam ettikleri takdirde, enflasyon oranı da geçmişle benzer trendde yol alacaktır ve bu durum enflasyon katılığına sebep olacaktır. Bu sebeple enflasyonla mücadele enflasyon beklentisini kırmakla başlar. Merkez bankaları enflasyon beklentilerini yönetebilecek politikalar izlemelidir (TCMB, 2013).

Şekil 7: Enflasyon Beklentisi ile Enflasyon İlişkisi

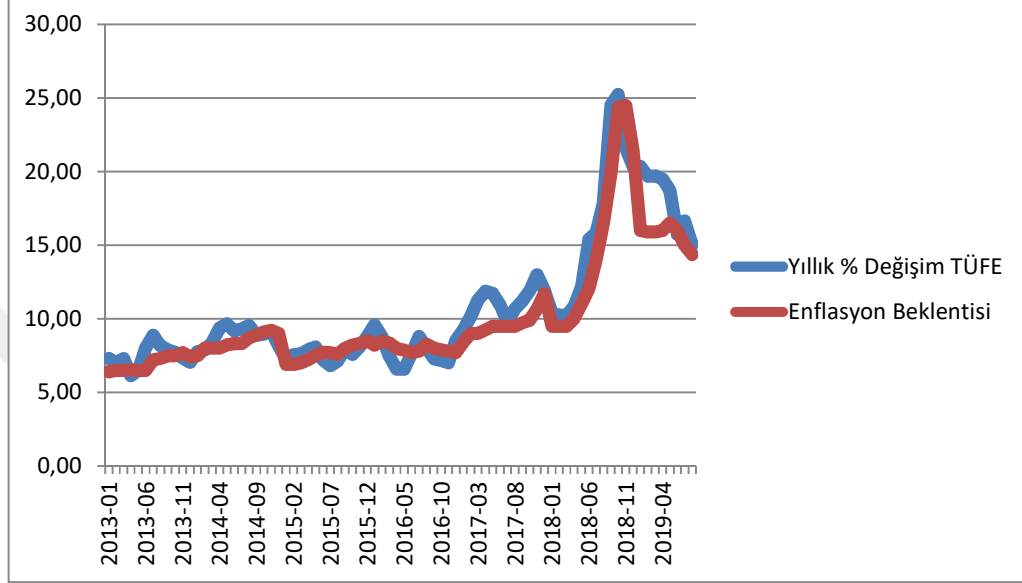


Enflasyonun ana belirleyici unsurlarından biri olan enflasyon beklentisi, birçok ekonomi paydaşını etkileyen bir husustur. Beklenen enflasyon gerçek enflasyonu nasıl etkilemektedir? Firmalar ve hane halkları, ücret sözleşmesi müzakereleri veya firmaların fiyatlandırma kararları gibi ekonomik kararlar alırken beklenen enflasyon oranını dikkate almaktadır. Tüm bu kararlar, sırayla, fiyatlardaki fiili artış oranını

beslemektedir. Merkez bankalarının fiyat istikrarı ile ilgilendiği göz önüne alındığında, politika yapıcılar fiili enflasyonun yanı sıra enflasyon beklentilerine de dikkat etmektedir. Kara'ya göre 1970 yıllardan itibaren gerek dünyada yüksek oranda artan petrol fiyatları gerek politika yapıcıların enflasyonla mücadele konusunda zaaf göstermeleri sonucu ülkeler enflasyon beklentisi aşırı oranlarda katılmıştır. Bu dönemde yüksek enflasyon ve ekonomik durgunluğun birleşmesi ekonomi yönetimlerinin stagflasyon olgusuyla tanışmalarına neden olmuş ve artık yeni bir olguyla mücadele etmek zorunda kalmışlardır. Bu süreçte yüksek enflasyon sıkıntısını çözmek adına ekonomi yönetimlerinin enflasyona odaklanması gerektiği görüşü ortaya çıkmıştır. Bu süreci yönetmek adına da merkez bankaları görevlendirilmiştir.

Enflasyon hedefleyen ülkelerin en önemli amacı ve hedefinden biri enflasyon beklentisini yönetmektir. Merkez bankasına olan güvenilirliğin artması enflasyon beklentilerinin yönetilmesinde kolaylık sağlamaktadır. Kamuoyu merkez bankasının para politikası araçlarını kullanabilme konusunda bankanın bağımsızlığına ve yetkinliğine güvendiği takdirde banka, bu kişileri beklenti konusunda yönetmesinde daha başarılı olacaktır. Özel sektörün enflasyon beklentisi fiyatlama davranışlarını da etkilediğinden enflasyonla doğrudan ilişkilidir. Özel sektörün beklentilerini yönetebilmek parasal aktarım mekanizması kanalıyla enflasyonu etkilemesi konusunda çok önemlidir. Şekil 8'deki grafikte görüldüğü üzere, 2013 yılı ocak ayı 2019 yılı temmuz ayı arasındaki Tüfe % değişim ile aynı aya ait enflasyon beklentisi incelendiğinde enflasyon beklentisi ile enflasyon arasındaki ilişkinin çok güçlü olduğu görülmektedir. Bu grafikten anlaşılabileceği üzere, beklenti anketini cevaplayan paydaşların sene başında sene sonu enflasyonunu görme konusunda oldukça başarılı oldukları görülmektedir. Ülkemizdeki enflasyon beklentilerinin gerçek enflasyonla neredeyse aynı olması ülkemizdeki enflasyonun tahmin edilebilirliği konusunda olumlu fikir vermektedir. Bu durum merkez bankasının şeffaflığını, paydaşların ekonomik verilere ulaşımındaki etkinliği ve teknolojiye gelişmeyi ve ayrıca finansal okuryazarlıktaki artışı bize göstermektedir. Sonuç olarak enflasyonla mücadele etmek isteyen bir merkez bankasının enflasyon beklentilerini yönetmesi hedeflediği enflasyona ulaşmada başarılı olmasını sağlayacaktır.

Şekil 8: Ocak 2013-Nisan 2019 Arası Enflasyon ile Enflasyon Beklentisi İlişkisi



1.2.2. Hızına Göre Enflasyon

1.2.2.1. İlmli Enflasyon

İlmli enflasyon, fiyat artışlarının düşük oranda seyretmesidir. Bu enflasyon çeşidine, rahvan enflasyon, sürünen enflasyon veya sinsi enflasyon adları da verilmektedir. Rogoff'a göre yüzde 4-6 seviyelerindeki enflasyon ılımlı enflasyon sayılır. (Ünlü, 2011) Bu enflasyon tanımı içerisinde çeşitli ekonomistlerin farklı oranlar belirlediği görülür. P.Samuelson ve W.Nordhaus'e göre yüzde 0 ile yüzde 20 oranlarındaki enflasyon bu kategoride değerlendirilirken, R.Dornbush ve S.Fischer, en azından art arda üç yıl için, yıllık %15-30'luk enflasyon oranlarını ılımlı enflasyon olarak nitelendirmişlerdir. H.Frisch ise, %2-3'lük fiyat artışlarının üzerindeki artışları ılımlı enflasyon olarak nitelendirmektedir. (Öniş, 2001, s. 6)

1.2.2.2. Yüksek Oranlı (Kronik) Enflasyon

Yüksek oranlı veya kronik enflasyona literatürde aşırı enflasyon veya dörtlü enflasyon da denilmektedir. Kronik enflasyonda fiyat artışları 2 hatta 3 rakamlıdır. Ünsal'a göre %25-%80 arası enflasyona yüksek enflasyon olarak tanımlanmaktadır.

(Ünsal, 2009, s. 101) Türkiye 1970 yılından yakın dönemimize kadar yüksek oranlı enflasyona maruz kalmıştır. Bunun nedenleri;

- Kamu sektöründeki aşırı miktardaki bütçe açıkları,
- Kamu sektöründeki bütçe açıklarının parasallaştırılması,
- Yüksek maliyetli altyapı yatırımları,
- Coğrafi ve sosyolojik şartlar gereği yüksek askeri harcamalar,
- Popülist politikalar ve politik istikrarsızlık,
- Enflasyon beklentilerini yönetememek,
- Üretimdeki ithal girdi oranının yüksekliğinden ötürü döviz fiyatlarındaki artışın enflasyona etkisi,
- Dünya geneli hammadde fiyat artışları,
- Faiz oranlarındaki artışın sebep olduğu dışlama etkisi ve kamu sektörünün iç borçlanmaya yönelmesidir. (Bozkurt, 2006, s. 91)

Ülkemizde 2001 krizi sonrasında alınan önlemler sayesinde enflasyon tek haneli rakamlara inmiş, kronik enflasyon süreci sona ermiştir. (Öğretir, 2019, s. 470)

1.2.2.3. Hiperenflasyon

Hiper enflasyon fiyat artışlarının çok aşırı ve hızlı olmasını tasvir eder. Hiperenflasyonda aynı hafta ve hatta bir gün içerisinde içinde fiyatlarda yükselme yaşanabilmektedir. Ünsal'a göre enflasyon haddinin 1 yıl boyunca %50'yi aştığı enflasyon hiperenflasyon olarak tanımlanır.

Bu yükseklikteki enflasyon oranı piyasada dolaşan parayı aşırı yıpratmakta, dolarizasyona yani yabancı efektif ve yabancı mevduatların yerel paranın yerini almasına yol açmakta ve sonuç olarak ülke parasına güveni yerle yeksan etmektedir.

Hiperenflasyon oranı yükseldikçe bu oranı düşürmek kısmen düşük seyreden enflasyonu azaltmaktan daha kolaydır. Aşırı yüksek enflasyona maruz kalan ülkelerde enflasyon oranını yarıya indirmenin hükümete olan güven kazancı daha düşük enflasyonu düşüren hükümetlere olan güven kazancından daha fazla katkı sağlayacağından siyasiler hiperenflasyon sorununu çözmeye daha meyilli

olacaklardır. Ülkeler genel kabul görmüş ekonomik programlar hiperenflasyondan kolay bir şekilde kurtulabilir. Aşırı parasal genişleme hiperenflasyonun denilince akla gelen ilk sebeptir. Örneğin, yüksek iç borca sahip bir ekonomi para basarak senyorej geliri sayesinde borcunu ödeyebilir fakat aşırı para bolluğu sebebiyle enflasyonun hiper enflasyona evrilme tehlikesi bulunur. Örneğin, kamu mali açıklarını parasal genişlemeyle kapatmaya çalışan Venezuela 2018 yılı itibariyle hiperenflasyonla mücadele etmektedir (Daniels, 2018). Yıllık enflasyon oranı Ocak 2019'da %2.500.000 oranını aşmıştır.

Tablo 1: 1984 Sonrası Hiperenflasyonlar

Ülkeler	Enflasyon Dönemi	Süre (ay)	Kümülatif Enflasyon	Aylık Enflasyon (yüzde)
Angola	Aralık 1994 - Haziran 1996	19	62.445,90	36
Arjantin	Mayıs 1989 - Mart 1990	11	15.167,00	61,6
Bolivya	Nisan 1984 - Eylül 1985	18	97.282,40	51,8
Brezilya	Aralık 1989 - Mart 1990	4	692,70	70,2
Nikaragua	Haziran 1986 - Mart 1991	58	11.895.866.143,00	31,4
Kongo	Ekim 1991 - Eylül 1992	12	7.689,20	35,2
Kongo	Kasım 1993 - Eylül 1994	11	69.502,40	65
Ermenistan	Ekim 1993 - Aralık 1994	15	34.158,20	44,5
Azerbaycan	Aralık 1992 - Aralık 1994	25	41.742,10	23,1
Gürcistan	Eylül 1993 - Eylül 1994	13	76.218,70	66,3
Tacikistan	Nisan 1993 - Aralık 1993	9	3.635,70	36,4
Tacikistan	Ağustos 1995 - Aralık 1995	5	839,20	63
Türkmenistan	Kasım 1995 - Ocak 1996	3	291,40	55,7
Ukrayna	Nisan 1991 - Kasım 1994	44	1.864.715,50	14,9
Sırbistan	Şubat 1993 - Ocak 1994	12	156.312.790,00	54,2

Kaynak: (Doğruel & Doğruel, 2005, s. 17)

Hiperenflasyon sadece ekonomik değil sosyal olarak da ülkeyi yıkıma sürüklediğinden Venezuela vatandaşları en temel sağlık ve yiyecek ihtiyaçlarını dahi karşılayamaz durumda kalmışlardır. Suç oranları ülke rekorunu kırmıştır. Venezuela resmi parası olan Venezuela Bolivarı dolusu bir çanta parayla bir restoranda akşam yemeği yenilebilmektedir. Sonuç olarak, ekonomi yönetiminde bulunan kadrolar

hiperenflasyonu çözmeye parasal genişlemeyi durdurmayla başlarlar ve hızlı bir şekilde enflasyon oranını üzerinde kontrol sağlamaya yönelirler.

Hiper enflasyon, genellikle savaşlar veya sonrasında yaşananlar, sosyopolitik ayaklanmalar, toplam arzda bir çöküş veya ihracat fiyatlarında bir çöküş veya devletin vergi gelirlerini tahsil etmesini zorlaştıran diğer krizler gibi devlet bütçesindeki strese bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Reel vergi gelirindeki keskin düşüş, devlet harcamalarını sürdürme ihtiyacının yanı sıra borçlanma yetersizliği veya isteksizliği ile birlikte, ülkenin aşırı enflasyona yol açmasına neden olabilir.

Hiperenflasyon ve yüksek oranlı enflasyonları durdurmak için kamu bütçesini, döviz kurunu, para arzını ve bazı durumlarda ücret ve fiyatları hedefleyen önlemleri içeren özel politikalar geliştirmek gerekmektedir. Bu politikaların başarılı olması için anahtar koşul ülke halkının bu politikalara inanmasıdır. (Parasız, 2005, s. 482)

Parasız'a göre yüksek oranlı enflasyonla mücadele etmek için döviz kurunda istikrar sağlanması, kapsamlı bir maliye politikasının uygulamaya alınması, para ve kredi politikasının gözden geçirilmesi, parasal reform yapılması, dışsal döviz ve kredi kısıtlamaların hafifletilmesi ve güven sorununun çözülmesi gerekmektedir.

1.2.3. Enflasyonun Ölçülmesi

Bir ekonomide genel fiyat düzeyindeki sürekli artışı ifade eden enflasyon, enflasyon haddi (Π) ile ölçülür. Enflasyon haddi genel fiyat düzeyinde cari dönemde meydana gelen artış ile önceki dönem genel fiyat düzeyi arasındaki oranın 100 ile çarpılmasıyla bulunur.

$$\Pi = \frac{P - P_{-1}}{P_{-1}} \times 100 = \frac{\Delta P}{P_{-1}} \times 100$$
 formülüyle enflasyon haddi hesaplanır. (Ünsal, 2009, s. 96)

Ekonomide enflasyon tanımında yer alan genel fiyat düzeyi artışı yani enflasyon haddi fiyat endeksleriyle ölçülür. 2 farklı periyod ya da yer arasında ortalama fiyat değişimlerini karşılaştırmaya yarayan ve bir dizi sayıdan oluşan fiyat endeksi ilk olarak işçilerin ve memurların yaşam standardını değiştirmeden maaşlarında ne kadar oranda ücret artışı yapılması gerektiği fikrinden ortaya çıkmıştır. Zaman içinde

fiyatlardaki değişiklikleri tahmin etmek için yaygın olarak kullanılmaya devam edildi ve ayrıca farklı bölgeler veya ülkeler arasındaki maliyet farklarını ölçmek için de kullanılmaya devam etmektedir. (Encyclopædia Britannica, 2019)

1.2.3.1. Deflatör

Enflasyon oranları sepet içerisindeki mal ve hizmetlerin fiyatlarında belirli zaman dilimlerindeki değişimleri hesaplanarak bulunur. Ülkelerin istatistik kurumları tarafından açıklanan enflasyon verisi ülkeyi yönetenler, işverenler, çalışanlar, yatırımcılar gibi birçok paydaş tarafından kullanılmaktadır. Fiyat endeksi her yılın genel fiyat düzeyini belirli bir mal ve sepetin temel yıl fiyatına göre kıyaslayarak ölçmektedir. Sepetin içeriği ülkede üretilen tüm nihai mal ve hizmetten oluşuyorsa bu endekse deflatör denir. Deflatör aşağıdaki formüldeki gibi hesaplanır.

$$Deflatör = \frac{Nominal\ GDP}{Real\ GDP} \times 100$$

1.2.3.2. Tüketici Fiyat Endeksi

Fiyat endeksinin hesaplanmasında baz alınan sepet dayanıklı tüketim mallarından ve sağlık eğitim gibi hizmetlerden oluşan bir sepet şeklinde de olabilir. Tüketim malları olarak da anılan bu tür mal ve hizmetlerden oluşan sepet üzerinden hesaplanan enflasyon oranına Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) denir. Kısaca TÜFE perakende ürün fiyatlarındaki değişimleri ölçen ve asıl olarak tüketicileri ilgilendiren endekse denir (TÜİK,2008).

Ülkemizde enflasyon oranı Türkiye İstatistik Kurumu tarafından hesaplanır ve ilan edilir. TÜİK 2017 yılından önce TEFE ve TÜFE fiyat endekslerini kullanırken, 2017 yılından itibaren TÜFE ve Yİ-ÜFE aracılığıyla enflasyon hesaplaması yapmaktadır. 2017 yılında TÜFE sepetinde yapılan güncelleme ile tüketici ürünleri sepetinde toplamda 414 farklı ürün ve hizmet bulunmaktadır. 2017 TÜFE itibariyle kullanılan ağırlıklar, 12 ana harcama grubu için bir önceki dönem olan 2016 ile yeni dönem 2017 karşılaştırmalı ağırlık değerleri aşağıdaki tablodaki gibidir. Sepet güncellenmesi tüketici tercihlerindeki değişikliklerinin sonucunda olmaktadır. Tüketici tercihleri ürünlerin sepetteki ağırlığını doğrudan etkilemektedir.

2017 yılında yapılan güncelleme sadece sepet özelinde bir değişiklik değil aynı zamanda işyeri sayısı, fiyat sayısı, kira sayısı ve çeşit sayısında da güncelleme yapılmış olup, yapılan değişiklik Tablo 2'deki gibidir. Tablo 3'de TÜİK hesaplamalarında kullanılam kira, fiyat ve madde sayısı detayları gösterilmektedir. Tüketici fiyat endeksi belirli bir sepet üzerinden fiyat değişimi ilgili kurumlarca yapılan dönemsel tüketici anket sonuçlarına göre belirlenir. Deflatörde sepet her yıl güncellenirken, TÜFE'de sepet sabittir ve zaman içinde değişmez. Ayrıca deflatörde sadece ülkede üretilen mal ve hizmetler bulunurken, TÜFE sepetinde ithal mal ve hizmetler de bulunmaktadır. (Ünsal, 2009, s. 98)

Tablo 2: TÜFE Ana Harcama Grubu Ağırlıkları

ANA HARCAMA GRUPLARI	2016	2017
Gıda ve alkolsüz içecekler	23,68	21,77
Alkollü içecekler ve tütün	4,98	5,87
Giyim ve ayakkabı	7,43	7,33
Konut, su, elektrik, gaz ve diğer yakıtlar	15,93	14,85
Mobilya, ev aletleri ve ev bakım hizmetleri	8,02	7,72
Sağlık	2,66	2,63
Ulaştırma	14,31	16,31
Haberleşme	4,42	4,12
Eğlence ve kültür	3,81	3,62
Eğitim	2,56	2,69
Lokanta ve oteller	7,47	8,05
Çeşitli mal ve hizmetler	4,73	5,04

Kaynak: TÜİK

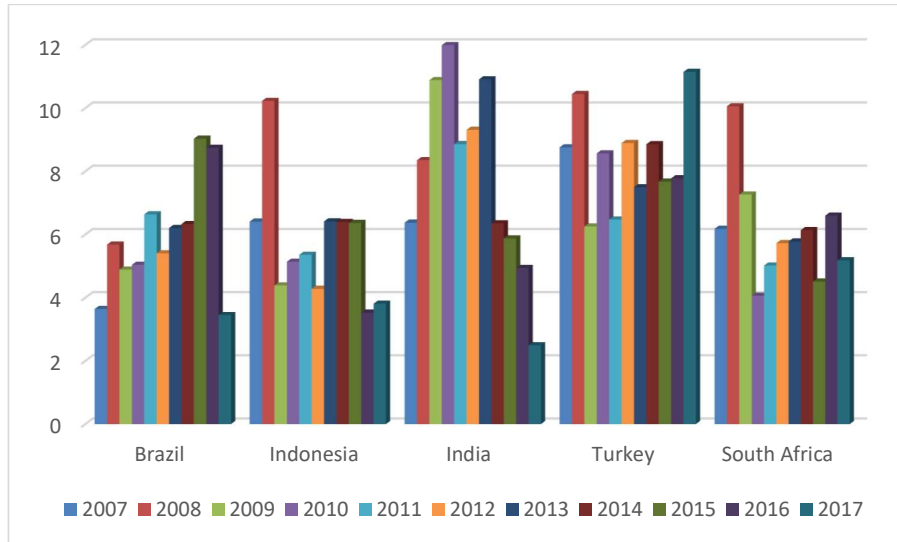
Tablo 3: İşyeri, Kira, Fiyat ve Madde Sayıları, 2016-2017

TÜFE	2016	2017
Madde Sayısı	417	414
Çeşit Sayısı	924	910
İşyeri Sayısı	27886	27386
Fiyat Sayısı	408093	400772
Kira Sayısı	4281	4275

Kaynak: (TÜİK, 2017)

Şekil 9'daki grafikte ilk kez ABD kökenli yatırım bankası Morgan Stanley'in 2013 yılı Ağustos ayında yayınladığı Küresel Görünüm başlıklı raporunda yer alan kırılgan beşli olarak sayılan ülkelerin son 10 yıl içerisindeki enflasyon oranları gösterilmiştir. Eğilmez'e göre bu ülkelerin kırılgan beşli olarak anılmasının nedeni FED'in parasal sıkılaştırmaya başlayacağını açıklamasının ardından paraları en çok değer kaybeden beş ülke olmalarındandır.

Şekil 9: Kırılgan Beşli Ülkelerin Tüfe Oranları Kıyaslaması



Kaynak: data.worldbank.org

1.2.3.3. Yurtiçi Üretici Fiyat Endeksi (Yİ-ÜFE)

Fiyat endeksinin hesaplanmasında baz alınan sepet ara malları ve makine teçhizat gibi yatırım mallarından oluşabilir. Üretim mallarından oluşan bu sepet üzerindeki fiyat değişimlerini inceleyen fiyat endeksine üretici fiyat endeksi denir. Üretici fiyat endeksi üzerinden hesaplanan enflasyon haddine üretici fiyatlarıyla enflasyon haddi denir. (Ünsal, 2009, s. 99)

Tablo 4: Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi Kapsamıyla İlgili Sayısal Bilgiler

Ana Sektörler	2016			2017		
	Ürün Sayısı	Firma Sayısı	Fiyat Sayısı	Ürün Sayısı	Firma Sayısı	Fiyat Sayısı
Madencilik ve taş ocakçılığı	19	105	159	20	121	203
İmalat	483	2065	5495	526	2524	7005
Elektrik, gaz üretimi ve dağıtımı	2	15	22	2	25	34
Su temini	1	39	125	1	39	125
Toplam	505	2224	5801	549	2709	7367

Kaynak: (Türkiye İstatistik Kurumu, 2017)

Üretici fiyat endeksleri, satılan ürünlerin üreticiden ayrıldıkları zamanki fiyatlarındaki değişim oranını ölçer. Üretici fiyat endeksi alıcının ödemek zorunda kalabileceği vergileri, nakliye ve ticaret marjlarını kapsamaz. ÜFE, çeşitli emtia üreticileri tarafından alınan ortalama fiyat hareketlerini ölçmektedir. Bu endeks, tüketici mal ve hizmetlerinin fiyatlarındaki değişimler de dahil olmak üzere, genellikle ekonomideki fiyat değişikliklerinin gelişmiş göstergeleri olarak görülmektedir. Endeks, imalat, yarı işlenmiş ürünlerin ve diğer ara malların yanı sıra tüketim malları ve sermaye ekipmanı gibi nihai ürünlerin üretimini de kapsar. (OECD, 2019)

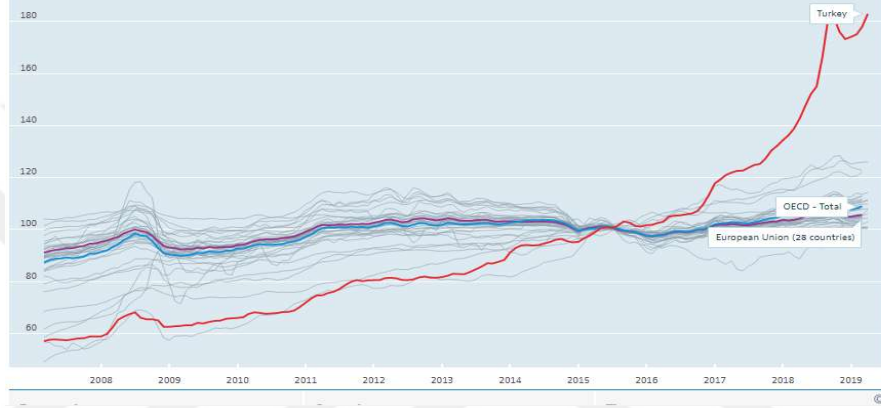
Tablo 5: Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi Kısım Düzeyinde Ağırlıklar (2016-2017)

Kod	Kısım Tanımı	2016	2017
B	Madencilik ve taş ocakçılığı	3,5	3,36
C	İmalat	87,28	88,79
D	Elektrik, gaz üretimi ve dağıtımı	8,13	6,81
E	Suyun toplanması, arıtılması ve dağıtılması	1,08	1,03

Kaynak: (Türkiye İstatistik Kurumu, 2017)

TÜİK tarafından hesaplanan Yİ-ÜFE sepeti içerisinde 549 adet ürün bulunmakta olup, endeks hesaplaması için 2709 firmadan toplamda 7367 farklı fiyat kullanılmaktadır.

Şekil 10: Türkiye, AB ve OECD ülkelerinin son 10 yıl içerisindeki Yİ-ÜFE performansları



Kaynak: data.oecd.org

İKİNCİ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ

Acemoğlu ve Robinson'a göre bir ülkenin diğer ülkeye göre geri kalmasının en önemli nedenlerinden biri o ülkede bağımsız kurumların olmamasıdır. Bağımsız ve özerk kurumlar denge ve denetleme konusunda önemli paya sahiptirler. Merkez Bankaları bağımsız ve özerk kurum denildiğinde akla ilk gelen kurumlardan biridir. Araç ve amaç bağımsızlığına sahip bir merkez bankası ekonomik dengenin ve sosyal refahın sağlanmasında çok önemli bir unsurdur. Düşük ve dengeli enflasyon ekonomik dengenin sağlanması konusunda anahtar göstergelerden biridir. (Acemoğlu & Robinson , 2013)

Kara ve Orak'a göre Merkez Bankaları 1980'lerden itibaren fiyat istikrarı sağlama misyonu edinmişlerdir. Merkez bankalarının nihai amacının fiyat istikrarını sağlamak ve bu istikrarın sürdürülebilmesini sağlamak olduğu ilan edilmiştir. Fiyat istikrarının sağlanmasının yegane koşulunun da enflasyona odaklanmış bir merkez bankası aracılığıyla sağlanabileceği fikri genel kabul görmüştür. (Kara & Orak, 2008) Merkez Bankasının fiyat istikrarını hangi araçla sağlayacağı konusunda ise çeşitli fikirler ve uygulamalar yürürlüğe konmuştur. En önemli 3 uygulama:

- Parasal hedefleme
- Döviz kuru hedeflemesi
- Enflasyon hedeflemesi rejimleridir.

Enflasyon hedeflemesi politikası günümüz merkez bankalarının çoğunun uyguladığı bir politikadır. Merkez Bankaları artık fiyat istikrarını yakalamayı hedeflemekte, politikalarını bu amaç doğrultusunda belirlemektedir. Enflasyon hedeflemesi politikasında merkez bankasının belirlediği bir enflasyon hedefi olmakta, bu hedefi gerçekleştirebilmek için çeşitli önkoşullar bulunmaktadır. Merkez Bankalarının bağımsızlığı, teknik altyapının bu politikaya uygun olması ve merkez bankasının hükümetle uyumlu çalışması bu politika için gerekli önkoşulların birkaçıdır.

2.1. Tanım ve Operasyonel Çerçeve

2.1.1. Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Nedir?

2.1.1.1. Fiyat İstikrarı

Avrupa Merkez Bankası Yönetim Kurulu, 1998’de fiyat istikrarını bir yıl içerisindeki Harmonize tüketici fiyat endeksinin Euro bölgesi için %2’nin altında gerçekleşmesi olarak tanımladı. Aynı yönetim komitesi 2003 yılında fiyat istikrarını enflasyon oranlarını düşük seviyede koruma fakat orta vadede %2 oranında tutma olarak kabul etti. Avrupa merkez bankasına göre fiyat istikrarının faydaları para politikasını bir fiyat istikrarı belirleyerek daha şeffaf hale getirmesine gelecekteki fiyat gelişmeleri ile ilgili halka rehberlik etmesidir. (European Central Bank, 2019)

TCMB’ye göre ise fiyat istikrarı düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranını ifade eder. Bankaya göre bu oran büyüme ve istihdam doğrultusunda ekonomi paydaşlarının kararlarını etkilemeyecek orandır. Büyüme ve istihdam para politikasının uzun dönemdeki temel amacı olduğundan istikrarlı bir enflasyon oranı bu rasyolara zarar vermemelidir. 1211 sayılı TCMB kanunu bankanın esas hedefini fiyat istikrarının sağlanması olarak belirlemiştir. Bu kanuna göre banka fiyat istikrarını sağlama konusunda banka araç bağımsızlığına sahiptir. Banka fiyat istikrarı sağlayarak Türk lirasının satın alım gücünü ve bu vasıta ile bir para birimi olarak güvenilirliğini korur.

Kara ve Orak’a göre fiyat istikrarı ekonomik ve sosyal istikrarın sağlanmasında hayati önem taşır. Fiyat istikrarının olmadığı ülkelerde reel faiz oranı yükselmektedir. Bunun asıl nedeni fiyat istikrarı olmadığında finansal piyasaların aracılık etme yetileri zarar görmektedir. (Kara & Orak, 2008, s. 2) Sonuç olarak ülke risk primi artmakta bu durum da faiz oranlarına yansımaktadır. Aynı zamanda politikalara güven azalmaktadır, hükümetin geniş çaplı bir politika uygulamasını imkânsızlaştırmaktadır. Fiyat istikrarı ülkenin yabancı ülkelere karşı rekabet gücünü artırır. Sermaye piyasalarına erişimini kolaylaştırır. Fiyat istikrarsızlığı iş gücü piyasalarının verimliliğine zarar verir, gelir dağılımını bozar ve tüketicilerin tüketim harcamalarına yeniden karar vermelerine neden olur. Bu sebeplerden dolayı, para

politikalarının en önemli hedefinin fiyat istikrarını sağlamak olduğu zamanla daha fazla kabul görmüştür.

2.1.1.2. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Tanımı

Bernanke ve Mishkin makalesinde enflasyon hedeflemesini “Hükümet, merkez bankası veya her ikisinin birlikte hareket etmesi yoluyla, belli bir zaman dilimi dahilinde gerçekleştirilmek amacıyla, enflasyon oranı için resmi niceliksel bir hedefin ya da hedef aralığının halka ilan edilmesi” olarak tanımlamıştır. (Bernanke & Mishkin, 1997)

Bu rejim uzun vadeli hedefi korunması şartıyla kısa vadede hedeften sapmalara imkan verir. Aynı zamanda enflasyon hedeflemesi rejimi büyüme ve istihdam gibi diğer ekonomik verileri de önemseyen ve destekleyen esnek bir yapıya sahip para politikası rejimidir. (Eroğlu & Eroğlu, 2015, s. 80)

Mishkin’e göre bu rejim aşağıdaki temel hususları kapsayan bir para politikası rejimi ve stratejisidir (Mishkin F. S., 2000):

- Enflasyon için kısa ve orta vadeli sayısal hedeflerin ilan edilmesi;
- Para politikasının temel amacı olan ve diğer hedeflerin tabi olduğu fiyat istikrarına yönelik kurumsal bir taahhüt;
- Politika araçlarının belirlenmesinde karar vermede yalnızca para arzı ve miktarlarının veya döviz kurunun değil birçok parametreyi barındıran bir strateji;
- Para politikası stratejisinin kamu ile piyasalarla ekonomi yönetiminin hedef, plan, amaç ve hükümleri hakkında iletişim ve yönetim kurarak şeffaflığını arttırmak;
- Merkez Bankası'nın enflasyon hedeflerine ulaşma konusundaki hesap verilebilirliğinin artırılması.

Enflasyon hedeflemesi rejimi diğer rejimlerden daha esnek yapıdadır. Sistemin esnek yapıda olması ekonomide ortaya çıkan ani ve beklenmeyen şoklara karşı karar alma sürecinin hızlı olmasını sağlar. Ayrıca bu rejimde politika yapım aşamasında merkez bankası ekonominin bütününü kapsayan bir veri havuzundan yararlanmakta, kendi verisini de kamuoyuyla paylaşmaktadır. (Kahyaoğlu, 2016, s. 201)

2.1.1.3. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Ortaya Çıkışı

Döviz kurundan ziyade fiyat seviyesini veya enflasyonu hedefleyen parasal sistemlerin ilk önerileri, I. Dünya Savaşı'ndan sonraki altın standardının genel çaplı krizini takip etmiştir. Irving Fisher, altın içeriğinin kâğıt para olarak kullanıldığı bir "telafi edilmiş dolar" sistemi önermiştir. Bu sistemde kâğıt paradaki altın miktarı, malların altın cinsinden fiyatlarına bağlı olarak değişebilir, böylece kâğıt para cinsinden fiyat seviyesi sabit kalır. Fisher'ın teklifi altın standardının otomatik işleyişini koruyarak fiyatları hedeflemeye yönelik ilk girişimdi. Parasal Reform Konusunda (1923) John Maynard Keynes, günümüzde enflasyon hedeflemesi rejimi diye isimlendirilen fikri savundu. I. Dünya Savaşı'ndan hemen sonra uluslararası ekonomideki ani enflasyon ve deflasyonlar bağlamında, Keynes döviz kuru esnekliği politikası önerdi. Enflasyon hedeflemesine olan ilgi, Bretton Woods döneminde (1944-1971), II. Dünya Savaşı'ndan sonraki otuz yıl boyunca geçerli olan döviz pegleri ile tutarsız olduğundan dolayı azaldı.

1970'li yıllarda petrol fiyatlarındaki artış enflasyonda artışa yol açmış bu dönemlerde ekonomik durgunluk da başlamıştır. Bu periyotta ekonomi otoriteleri enflasyonla mücadelede sıkı duruş sergilemiş ve enflasyon aşırı seviyelerde katılmıştır. Bu dönemde yaşanan stagflasyon karar vericilerin enflasyonla mücadele konusunda daha kararlı davranmalarının önemini ortaya çıkarmıştır. Bu zaman zarfında fiyat istikrarı sağlamak ve sürdürmek merkez bankalarının nihai amacı olarak kabul edilmiştir. Bunu da ancak enflasyona odaklanmış bir merkez bankasının başarabileceği fikri yaygınlaşmıştır. (Kara & Orak, 2008, s. 3)

2.1.1.4. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Faydaları

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülke sayısı sürekli artmaktadır. Bu artışın en önemli nedeni bu rejimi uygulayan ülkelerde bu rejimi son verilmesini gerektirecek herhangi bir olumsuz sonuçla karşılaşılmasıdır. (İğdeli & Sever, 2016, s. 117)

Enflasyon hedeflemesinin en büyük avantajlarından biri para politikasının ülke içi konulara odaklanmasını ve iç ekonomiye yapılan şoklara cevap vermesini mümkün

kılmasıdır. Enflasyon hedeflemesi, halk tarafından kolayca anlaşılması ve bu nedenle şeffaf olması açısından da önemli bir avantaja sahiptir. Bu rejim merkez bankasının zaman tutarsızlığına düşme riskini azaltmaktadır. Bunun sebebi banka enflasyonla alakalı açık bir rakamsal hedef koyduğundan bankanın hesap verebilirliğini artırmasıdır. Merkez Bankalarının zaman tutarsızlıklarının kaynağı genellikle politik baskılardan dolayı üstlenmek zorunda oldukları genişleyici para politikalarıdır. Enflasyon hedeflemesi, politik tartışmayı merkez bankasının uzun vadede neler yapabileceği üzerinde yoğunlaştırma avantajına sahiptir. Enflasyon hedeflemesi sistemi sayesinde merkez bankaları para politikası ile enflasyonu kontrol etmek, çıktı artışını artırmak, işsizliği azaltmak ve dış rekabetçiliği artırmak gibi imkanlara sahiptir. Enflasyon hedeflemesi rejimleri aynı zamanda para politikasını şeffaf hale getirme ve halkla düzenli iletişim kanallarını sürdürme ihtiyacına büyük önem vermiştir. Aslında, bu özellikler sanayileşmiş ülkelerdeki stratejinin başarısının asıl nedeni olmuştur. Enflasyon hedeflemesi rejimlerinin bir diğer önemli özelliği, enflasyon hedeflemesi ile ilgili politika şeffaflığının merkez bankasını kamuoyuna karşı hesap verebilir kılma eğiliminde olmasıdır. Önceden açıklanan ve iyi tanımlanmış bir enflasyon hedefine karşı ölçülen para politikasının yürütülmesinde sürdürülebilir başarı, katı bir şekilde tanımlanmış ve yasal bir performans değerlendirme ve cezalandırma standardı olmasa bile, bağımsız bir merkez bankasına kamu desteği sağlamada etkili olabilir. (Mishkin F. S., 2000)

Enflasyon hedeflemesinin uzun vadeli faydalarından biri hane halkı ve firmaların kısa dönemli müdahaleci politikalara odaklanmalarından ziyade uzun vadeli parametrelere haiz büyüme ve istikrarı destekleyen bir hedefe odaklanmalarıdır. Bu rejimin, para politikasına ek olarak maliye politikalarının da sorumlularının başarısızlık konusunda hesap ve rapor verme gibi etkinliği artırıcı ve disipline edici özeliği vardır. Bu rejim, yapısal reformların yapılması konusunda güdüleme sağlamaktadır. Bu sayede merkez bankaları daha kurumsal olurlar ve enflasyon hedeflerine daha kolay ulaşırlar. (Schaechter & Zelmer, 2000)

Son olarak, diğer para politikası rejimlerinde iktisadi şoklarla savaşmanın sonuçları enflasyon hedeflemesi rejimine göre çok daha ağır olmaktadır. Mesela, döviz kuru hedeflemesi rejiminde olası kur şoklarının, döviz çapasının çökmesinin sonucu olarak bankacılık krizi, aşırı rezerv düşüşü, çeşitli finansal krizler v.b. büyük iktisadi

buhranlar gerçekleşebilir. Halbuki, enflasyon hedeflemesi rejiminde gerçekleşen şoklarla mücadelede yalnızca enflasyonun hedefin üzerinde bir süre seyretmesi ve nispeten daha küçük ekonomik büyüme gibi daha minimal ekonomik sıkıntılar baş gösterebilir.

2.1.1.5. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Dezavantajları

Mishkin'e göre, enflasyon hedeflemesinin 7 dezavantajı vardır. Bunlar enflasyon hedeflemesinin çok katı olması, çok fazla takdir yetkisi vermesi, çıktı istikrarsızlığını artırma potansiyeline sahip olması ve düşük ekonomik büyüme, enflasyon hedeflemesinin mali baskınlığı engelleyememesi, enflasyon hedeflemesinin gerektirdiği döviz kuru esnekliği finansal istikrarsızlığa neden olabilmesi ve hedef tutmama durumunda zayıf bir hesap verilebilirliği olmasıdır. (Mishkin F. S., 2000)

Enflasyon hedeflemesi rejiminde hedefler çok katı olarak yorumlandığı takdirde politika yapıcılarının takdir yetkisinin kalmaması ya da çok az yetki kalması riski bulunmaktadır. Bu durumda para politikasının şoklara istenilen esneklikte tepki verilmesi engellenmiş olacaktır. (Blanchard, 2004)

Ayrıca, merkez bankası döviz kurlarına ve parasal büyüklüklere enflasyon oranından daha kolay müdahale eder. Para politikası araçlarının ayarlarındaki değişikliklerin etkilerini içeren enflasyon sonuçları ancak önemli bir gecikmeden sonra ortaya çıkmaktadır. Enflasyonun göreceli olarak yüksek seviyelerden düşürülmesi durumunda, enflasyonu kontrol etmenin zorluğu, gelişmekte olan ülkeler için ciddi bir problem oluşturmaktadır. Bu durumda, enflasyon tahmin hatalarının daha yüksek olma olasılığı fazladır ve enflasyon hedefleri gözden kaçırılmaya başlanacak ve merkez bankasının enflasyon hedeflemesi stratejisinin güvenilirliği azalacaktır. Hane halkının enflasyon hedefinden sapmaların nedenini tespit etmesi zor olacaktır.

Yüksek seviyede (kısmi) bir dolarizasyon enflasyon hedeflemesi için potansiyel bir sorundur. Aslında, gelişmekte olan birçok gelişmekte olan pazar ülkelerinde firmaların, hane halklarının ve bankaların bilançoları her iki tarafta da büyük ölçüde dolarlaştırılmış ve uzun vadeli borcun büyük kısmı dolar cinsindendir. (Guillermo, 2001, s. 3)

Enflasyon hedeflemesi mutlaka nominal döviz kuru esnekliği gerektirdiğinden, döviz kuru dalgalanmaları kaçınılmazdır. Bununla birlikte, büyük ve ani değer kaybı, dolar cinsinden borç yükünü artırabilir, bilançolarda büyük bir bozulma meydana getirebilir ve finansal kriz riskini artırabilir. Bu durum, gelişmekte olan piyasa ülkelerinin enflasyon hedeflemesi altında para politikası uygularken döviz kurunu görmezden gelemeyeceklerini, ancak belirledikleri rolün enflasyon hedefine açıkça bağlı olması gerektiğini göstermektedir. Ayrıca, kısmen dolarize olmuş ekonomilerde enflasyon hedeflemesinin, sistemin döviz kuru şoklarına dayanma kabiliyetine sahip olmasını sağlayan finansal kurumlar üzerinde katı bir ihtiyati düzenleme ve sıkı bir şekilde denetlenme olmadığı takdirde bu rejimin uygulanabilir olmayabileceğini göstermektedir. (Mishkin F. S., 2000, s. 6)

2.1.2. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Operasyonel Yapısı

Enflasyon hedeflemesi sistemi merkez bankasının enflasyon hedefini net bir şekilde ilan etmesi ve söz konusu hedeflere belirli bir zaman diliminde ulaşılacağına dair taahhüt vermesi üzerine dayanmaktadır. Enflasyon hedefinin tanımlanması operasyonel sürecin öncül aşamasıdır. Kara ve Orak'a göre bir enflasyon hedefinin iyi tasarlanmış olması için gerekli olan 3 özellik bulunmaktadır.

- Hedef beklentileri yönlendirebilmeli ve kontrol altına alabilmelidir.
- Amacına uygun belirlenen hedef merkez bankasının hesap verilebilirliği adına kaynak oluşturmalıdır.
- Enflasyon hedefi merkez bankasının nihai amacı olan fiyat istikrarına uygun olmalıdır. (Kara & Orak, 2008)

Enflasyon hedeflemesi rejimi belirlenirken hedef değişken seçilir ve enflasyon hedefi bu değişken üzerine kurgulanır. Bu rejimin değişkeni olarak ülkemiz ve diğer pek çok ülkede TÜFE endeksi ve bu endeksin bir bileşeni olan çekirdek enflasyon göstergeleri kullanılır. TÜFE toplumun geniş bir kesimi tarafından kolayca takip edilir ve tüketicinin harcama tercihlerini taşıdığından bu endeks kullanılır. Enflasyon hedeflemesi rejiminde enflasyon için kullanılan değişkenin sık aralıklarla değiştirilmemesi ve endeksin açıkla hesaplanabilmesi gerekmektedir.

Enflasyon hedeflemesi sisteminin operasyonel yapısını oluşturan bir diğer unsur hedef ufku'dur. Hedef ufku, enflasyon hedefinin hangi sıklıkla ve hangi zaman aralığında ilan edileceğinin belirlenmesidir. Enflasyon merkez bankasının çok hızlı bir şekilde etkileyebildiği bir unsur olmadığından hedef ufku bir yıldan kısa süreli olmamaktadır. Hedef ufkunun çok kısa olduğu durumlarda olası şoklar hedefin kolayca aşılmasına ve para politikasının hamle yapmasına engel olacaktır. Bu sebeple hedef ufkunun uzun tutulması merkez bankasının döviz şoklarına karşı alacağı kararlarda esnekliğini artırmaktadır ancak hedef süresi uzadıkça merkez bankası kendine başka hedefler de koyabileceğinden enflasyon ulaşma konusundaki kamu inancı azalabilecektir. Bernanke v.d. hedef ufkunun 4 yıldan fazla olmasının da hedeflerin inandırıcılığını azaltacağını söylemiştir. (Bernanke, Laubach, Mishkin, & Posen, 1999)

Doğan'a göre merkez bankasının kararları fiyat istikrarı ile beraber reel ekonomideki gelişmeleri de önemsemektedir. Bu bağlamda merkez bankalarının diğer bir amacı da üretim istikrarının sağlanmasıdır (Burtan Doğan & Akbakay, 2016, s. 638). Fakat fiyat istikrarı ile üretim istikrarı çatışmaktadır. Beklenmeyen bir şok sonucu enflasyon tahminleri yükselebilecek, merkez bankası politika faizini artırarak bu duruma müdahale edecektir. Üretim istikrarına önem veren bir merkez bankasının bu şoklara karşı aldığı faiz önlemi üretim istikrarına daha az önem veren bir merkez bankasına göre daha yumuşak olacaktır. Bu durumda, enflasyonun tekrar eski hedefe ulaşması iki yıldan daha uzun bir süre alacaktır. Hedef ufkunun uzunluğu merkez bankası kayıp fonksiyonunda üretim istikrarı ve fiyat istikrarının karşılıklı önemine ve beklenmeyen şokların büyüklüğüne bağlıdır.

Merkez Bankası Kayıp Fonksiyonu:

$$L = \frac{1}{2} \left[(\pi - \pi^*)^2 + \gamma \left(\frac{Y - Y_N}{Y_N} \right)^2 \right]$$

Bu fonksiyonda L terimi loss function olarak da ifade edilen merkez bankasının kayıp getiri fonksiyonudur. Merkez bankalarının izlediği para politikalarının amacı bu denklemin değerini minimize etmektir. Bu fonksiyonda π gerçek enflasyonu, π^* beklenen enflasyonu sembolize etmektedir. γ terimi merkez bankasının kendi

belirlediği bir değerdir ve kayıp unsur budur. Y_N sembolü doğal hasıla haddini gösterirken, Y terimi ise gerçekleşen çıktı düzeyini sembolize etmektedir. $Y - Y_N$ farkı çıktı açığıdır ve çıktı açığının oranının doğal hasıla haddinin farkının γ ile çarpımı merkez bankasının çıktı açığına ne kadar önem verdiği hakkında fikir vermektedir. Eğer merkez bankası tek amacı fiyat istikrarını sağlamak ise bu durumda $\gamma = 0$ olacaktır. Bu duruma tam enflasyon hedeflemesi denilmektedir. Bu durumda enflasyon iki yıl içerisinde hedefe ulaşacaktır. Oysaki merkez bankası fiyat istikrarı ve çıktı açığına eş önem verirse bu durumda $\gamma = 1$ enflasyon oranı iki yıldan daha uzun bir süre sonra eski hedefine ulaşacaktır. Bu duruma da eksik enflasyon hedeflemesi denilmektedir. (Ünsal, 2009, s. 531) Bu fonksiyon sayesinde bankanın ekonomik büyümeyi ile enflasyonu beraber mi kontrol edeceği ya da yalnız enflasyonu düşürmeye ve kontrol etmeye mi odaklandığı anlaşılmaktadır. Bu fonksiyon enflasyon hedeflemesi rejimi konusunda önemli bir değer taşımaktadır.

Ek olarak, beklenmeyen şokun büyüklüğü de hedefleme ufkunun uzamasına neden olur. Enflasyon olarak optimum dengeye gelmiş ülkelerde zaman ufku, dezenflasyon sürecindeki ülkelerden daha uzundur.

Zaman ufku, ekonomik dengesine göre en uygun enflasyon oranına erişmiş ülkelerde dezenflasyon sürecine devam eden ülkelere nazaran daha uzundur. Uzun dönem enflasyon oranı ülkenin cari enflasyon oranından düşükse bu ülkeler dezenflasyon sürecini hızlandırdığı için kısa zaman ufkuna yönelirler. Hedef ufku, cari enflasyon oranı uzun dönem enflasyon hedefine paralel seyreden ülkelerde üretim faktörlerindeki kaçınma istediğini, para politikası araçlarını ve parasal aktarım gecikmelerini yansıtır. Değişik ülkelerde kabul edilen enflasyon hedefinin zaman ufku başlangıç enflasyon oranıyla ilintilidir. (Burtan Doğan & Akbakay, 2016, s. 638)

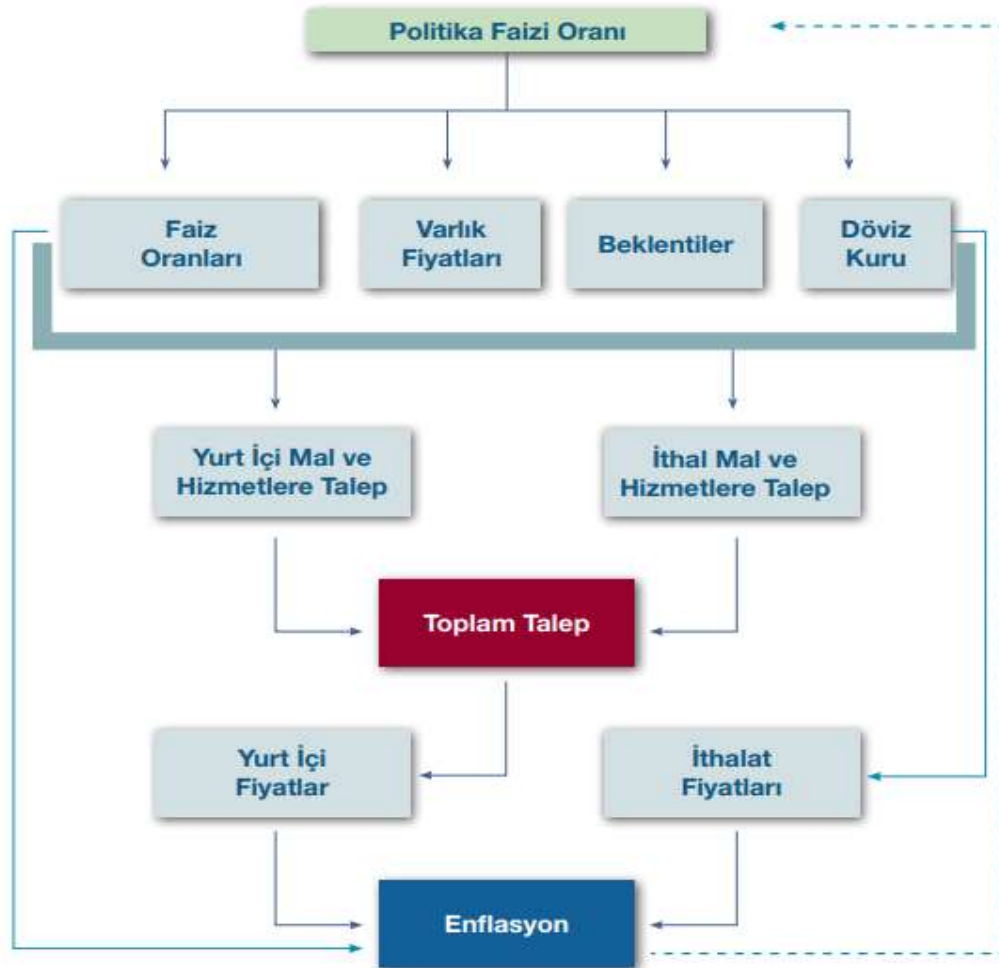
Gelişmiş ülkeler enflasyon hedeflerini küçük bir oran olan ve doğal istihdam oranı sayılan yüzde 2-3 gibi oranlar belirlerken, gelişmekte olan ülkeler gelişmiş ülkelere kıyasla daha yüksek oranda (yüzde 4-8) enflasyon hedefi belirlemektedir.

Enflasyon hedefi rejimi uygulayan ülkeler bazı bilinmeyen gelişmeler ve şoklar olması durumunda hedefin belirli bir oranda aşmasını olağan karşılarlar. Bu rejimi

uygulayan merkez bankaları enflasyon hedefinden ne miktarda sapmaya izin verileceğini bir bant ya da bir aralık olarak tanımlarlar. Bant aralığının geniş olması merkez bankasının olası bir şok durumunda daha esnek bir politika izlemesine imkan sağlamakta olup dar bir aralığın uygulanması veya sadece nokta hedef uygulanmasının kamuoyunca daha kolay anlaşılmasını sağlamaktadır ve iletişim olarak daha avantajlıdır.

2.1.3. Parasal Aktarım Mekanizması

Şekil 11: Parasal Aktarım Mekanizması



Kaynak: (TCMB, 2013)

Parasal aktarım mekanizması; paranın ekonomik değişkenleri etkileme mekanizmasıdır. Merkez Bankası kısa vadeli faizler değiştirerek, üretim faktörlerinin gelirleri ile ekonominin işleyişini doğrudan veya dolaylı etkileyebilmektedir. Parasal aktarım mekanizması, merkez bankalarının para politikası uygulamaları sonucunda finansal piyasalar üzerinde bir etkiyle başlar. Harcamalar, üretim ve istihdamda değişiklikler ilerler ve bir zincir reaksiyon sonucunda enflasyon oranı etkilenir. Bu mekanizma para politikası tedbirlerinin ekonomiyi etkileme yöntemi ve kanalı olarak tanımlanabilir. Bir diğer tanımla para politikasındaki değişimlerin, ekonomiyi nasıl ve hangi kanallarla etkilediğini tanımlayan süreç, para politikasının aktarım mekanizması şeklinde ifade edilir. (Sever H. , 2018, s. 44)

2.1.3.1. Geleneksel Faiz Kanalı

Özatay’a göre Merkez Bankalarının kısa vadeli faizleri, kısa ve uzun vadeli piyasa faizlerini şekillendirmektedir. Kısa ve uzun vadeli faizler yatırımların karlılığını, hisse senedi fiyatlarını ve döviz kurlarını etkilemektedir. (Özatay, 2018)

Merkez bankası faiz oranlarını değiştirerek borçlanmanın maliyetini arttırmış olmaktadır. Bunun sonucu olarak;

- Tüketicilerin tüketim kararları ile nakit akımlarını
- Üreticilerin yatırım ve üretim kararlarını etkileyerek

ekonomideki toplam talebi etkileyebilmektedir. (TCMB, 2013, s. 5)

2.1.3.2. Döviz Kuru Kanalı

Döviz kuru kanalı, parasal aktarım mekanizmasını faiz oranı kanalını temel alarak açıklamaktadır. Parasal genişlemenin olduğu bir ekonomide, yerli para mevduatları yabancı para mevduatlarına göre çekiciliğini yitirmektedir. Bunun sonucunda yabancı para mevduatına olan talep artmaktadır. Dolayısıyla, yerli para yabancı para karşısında değer kaybetmektedir. ($E \uparrow$). Yabancı paranın değer kazanması ithal malları yerli mallara göre daha pahalı kılmaktadır. Bu da, net ihracatta ($NX \uparrow$) artışa sebep

olmaktadır. Sonuç olarak, toplam çıktı miktarı yükseltmektedir ($Y \uparrow$). (Cambazoğlu & Karaalp, 2012, s. 57)

$M \uparrow \Rightarrow ir \downarrow \Rightarrow E \uparrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$ (Mishkin F. , 1995, s. 11)

Döviz kurlarının yükselmesi ise ithal malların fiyatlarını yerli para cinsinden artıracaktır. İthal malların fiyatlarının artması da enflasyonun doğrudan yükselmesiyle sonuçlanacaktır. Ayrıca, ithal malları fiyatındaki artış toplam arzın azalmasına ve sonrasında enflasyona neden olacaktır. Uluslararası ticaretteki artış, ülkelerin esnek döviz kurunu tercih etmeleri ve küreselleşme parasal aktarı mekanizması içerisinde döviz kuru kanalının önemini artırmıştır. Çünkü döviz kuru kanalı ihracatı, çıktı açığı miktarını ve enflasyonu etkileyebilecek bir konuma ulaşmıştır. Para politikasındaki değişikliklerin döviz kuruna ne miktarda etki edebileceği diğer faktörlere de bağlı olduğundan bu etki net olarak bilinmemektedir. Çünkü döviz kuruna yurt içi ve yurt dışı faiz oranları ve enflasyon beklentileri de etki etmektedir. Ülkelerin dışa açıklık oranı döviz kuru kanalının aktarım mekanizmasındaki etkisini artırmaktadır. Bir ülke ne kadar çok dışa açık ise döviz kuru kanalı da o kadar etkindir. (TCMB, 2013, s. 7)

2.1.3.3. Beklentiler Kanalı

Beklentiler kanalı, ekonomik birimlerin farklı makroekonomik faktörlerdeki gelecek beklentileri vasıtasıyla çalışır. Karar alıcılar gelecekte oluşabilecek olay ve risklere karşı eldeki verilere, ekonomini yapısına ve geçmiş deneyimlere bağlı olarak beklenti içerisine girerler. Para aktarım mekanizmasının beklenti kanalı ekonomik birimler üzerindeki etkisi bakımından diğer kanallara göre daha belirsizdir. (Bakan & Akçacı, 2015, s. 68)

Güvenilirliği yüksek merkez bankaları fiyat istikrarını sağlayabileceğine dair ekonomideki paydaşlarda güven duygusu yaratırlar ve bu sayede gelecekte gerçekleşebilecek enflasyon hakkındaki gelişmeleri beklenti kanalı vasıtasıyla etkileyebilirler. Merkez bankası şeffaflık ilkesi gereği gelecekte uygulayacağı politikaları önceden açıklar. Bu politikaların beklenti kanalıyla etkili olması için kişilerin merkez bankasının başarılı olacağına inanmaları gerekmektedir. Merkez

bankasının yaptığı açıklamaları gelecekte uygulayacağına dair şahısların güvenini kazanması çok önemlidir. Güvenilir ve şeffaf bir merkez bankası ekonomik unsurların beklentileri yönlendirebilme yeteneğine sahiptir. Uzun vadeli faiz oranları, gelecek döneme ait kısa vadeli faiz oranlarına dair piyasa beklentilerine bağlıdır. (TCMB, 2013)

Para politikası duruşundaki değişiklikler, halkın enflasyon, istihdam, büyüme, gelecekteki gelir ve kar zarar ile ilgili beklentilerini etkilemektedir. Beklentilerdeki bu değişimler de kişisel ekonomik faaliyetleri belirlemektedir. Bununla birlikte, para politikasının bu kanal üzerinden etkisi tüm kanalların en belirsiz olanıdır. Örneğin, halk, politika faizindeki düşüşün, ekonominin gelecekte daha da genişleyeceği, tüketme ve yatırım yapma konusundaki güvenini artıracığı şeklinde algılayabilir. Enflasyon tahminleri, uzun vadeli faiz oranlarının yanı sıra, her yıl ücret artışlarının ve gerçekleşen enflasyonun önemli belirleyicileri olan enflasyon beklentisinin yönlendirilmesine yardımcı olmaktadır. Bu nedenle, enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkeler, enflasyon hedefinin ilan edilmesi yoluyla halkın enflasyon beklentilerini sabitlemeye çalışırlar. (Bank Of Thailand, 2014)

2.1.3.4. Varlık Fiyatları Kanalı

Faiz oranlarındaki artış varlık fiyatlarını düşürmekte ve şirket bilançolarını zayıflatmaktadır. Başlangıçta bu durum toplam üretim miktarında ve toplam gelirden bir azalışa sebep olmaktadır. Bunun sonucu olarak yerleşiklerin firmaların nakit akışı zayıflamakta ve tüketimleri azalmaktadır.

2.1.3.4.1. Kredi Kanalı

Merkez bankalarının para politikaları nominal faiz oranlarında veya para arzında yaptığı değişiklikler varlık fiyatlarını etkilemektedir. Bu etki hisse senedi fiyatları ve kredilerde görülmektedir. Firma davranışları varlık fiyatlarındaki değişimden etkilenir. Firmaların varlık fiyatlarındaki değişimler bankaların kredi verme iştahlarını etkilemektedir. Bankalar küçük firmalara kredi verirken daha dikkatli davranmaktadır. Küçük firmalardaki varlık fiyatındaki az değişimler bu firmaların net değerini değiştireceğinden bu firmaların kredibiliteleri büyük miktarda

değişecektir. Bu duruma finansal hızlandıran etkisi denilmektedir. (Sever H. , 2018, s. 48)

2.1.3.4.2. Hisse Senedi Kanalı

Merkez bankası politika faiz oranını düşürdüğünde tahvil getirileri azalacaktır. Tahvil getirisindeki azalma, hisse senetlerine olan talebi arttıracaktır. Sonuç olarak firmaların piyasa değeri artacağından yatırım ve üretim artacaktır. (TCMB, 2013, s. 6)

2.1.4. Taylor Kuralı

Para politikasının kısa dönemde etkin olduğu, uzun dönemde reel değişkenler üzerinde bir etkisinin bulunmadığı genel geçer bir görüştür. Fakat fiyatların katılığı yani nominal fiyatların düşme yönünde esnek olmadığından ötürü merkez bankalarının kısa dönem faizleri değiştirerek piyasaya yön verebilmektedirler. Yapılan araştırmalar sonucunda gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının faizleri yöneterek enflasyonu kontrol ettikleri ve istikrarlı bir ekonomik büyümeyi yakalayabildiklerini göstermektedir. Yani merkez bankası, kısa dönem faizlerini artırarak toplam talebi azaltıp enflasyon oranını ve hedeflenen üretim düzeyini istediği seviyeye çekebilir.

Merkez Bankaları nominal faizlerini belirleme aşamasında yukarıdaki prensibin formüle edilmiş hali olan Taylor Kuralını kullanır. John B. Taylor FED'in 1987-1992 döneminde politika uygulamalarına ait verileri incelemiş ve 1993 yılında FED politika yapıcılarına ekonomik değişikliklere göre faiz haddi üzerinden nasıl tepki verdiklerini formüle etmiştir. (Woodford, 2001, s. 232)

Mishkin'e göre Taylor Kuralı, temel olarak kısa dönem faiz haddinin ekonominin enflasyon ve gayri safi yurtiçi hasılası arasında bir ilişki ve uyum olduğunu ifade eder. Taylor'ın ortaya koyduğu bu prensibin en göze çarpan özelliği faiz oranlarının bu kurala, Merkez Bankalarının ortaya koyduğu belirli bir politika hedefinden bağımsız olarak, uymakta olmasıdır. (Mishkin F. S., 2002, s. 2) Literatüre göre Taylor kuralıyla ilgili gelişmiş ülkelerde yapılan çalışmalarda, merkez bankaları kısa

dönem nominal faiz oranlarında değişiklik yaparak ve bu para politikası aracını kullanarak büyüme ve enflasyon hedeflerine ulaşmada oldukça başarılı olduğu tespit edilmiştir.

Taylor kuralı aşağıdaki gibidir,

$$i_t = \pi_t + r_t^* + \alpha(\pi_t - \pi_t^*) + \beta(y_t - y_t^*)$$

Bu kuralda i_t nominal faiz haddini, π_t gerçekleşen enflasyon haddini, π_t^* beklenen enflasyon haddini, r_t^* beklenen reel faiz oranını, y_t potansiyel çıktı açığını, y_t^* ise beklenen çıktı açığını sembolize etmektedir. α ve β ülkeden ülkeye farklılık gösteren katsayılardır.

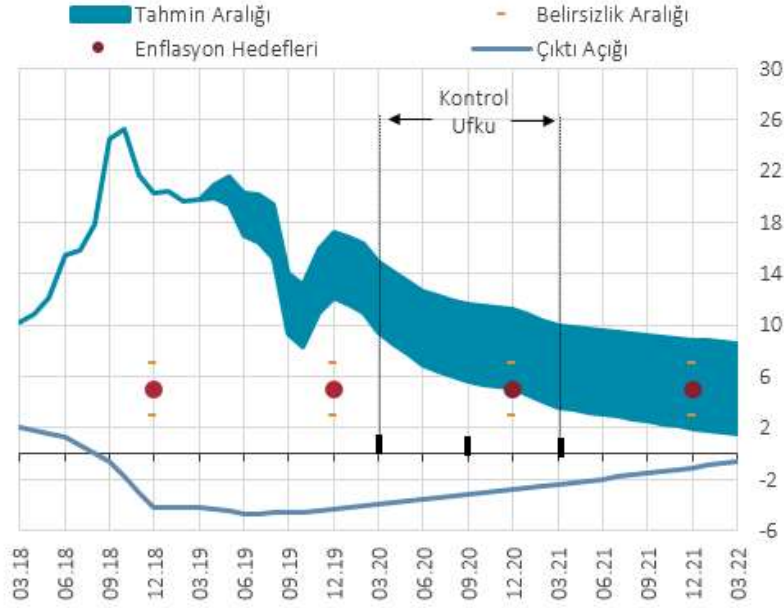
Bu denklemde α ve β pozitif katsayılardır. Taylor, Amerika için bu katsayıları $\alpha=0,5$ ve $\beta=0,5$ olarak belirlemiştir. Taylor kuralı, enflasyondaki bir yüzde puanlık bir artışın merkez bankasının nominal faiz oranını birden fazla yüzde puan artırmasına zorlanması gerektiğini söylemektedir. (Davig & Leeper, 2007) Taylor kuralına göre fiili enflasyon haddi %1 yükselmesi durumunda merkez bankası politika faizini %1'den fazla yükseltmesi sonucu kısa dönem reel faiz haddi yükselmiş olur. Kısa dönem faiz haddinde meydana gelen yükseliş, toplam talebin azalmasına ve böylece enflasyonun düşerek hedeflenen seviyeye ulaşılmasına yardımcı olur. (Ünsal, 2009, s. 558)

Amerika için Taylor'ın koyduğu katsayılar üzerinden değerlendirecek, enflasyonun hedeflenen enflasyon değerinden 1 puan fazla olması durumunda yahut çıktı açığının potansiyel çıktı açığından 1 puan fazla olması durumunda reel faizlerin 0,5 puan artırılması gerektiğini söylemektedir. Diğer bir deyişle, merkez bankaları, enflasyon oranının hedeflenen enflasyondan yüksek olması halinde veya çıktı açığı potansiyel çıktı açığından yüksek olması durumunda reel faizleri artırarak toplam talebi azaltabilir. Bu sayede enflasyon oranı ve reel çıktı düzeyi istenen seviyeye gelebilir.

Taylor kuralı, optimal para politikasının çeşitli özelliklerini içerir. Enflasyondaki dalgalanmalara verdiği tepki veya çıktı açığı bu değişkenleri dengeleme eğilimindedir ve her iki değişkenin de dengelenmesi uygun bir amaçtır. Dahası, bu

değişkenlere verilen cevap, kendi kendine yeten beklentiler nedeniyle dengesizlik yaratabilecek dinamikleri ortadan kaldırmaktadır. (Woodford, 2001, s. 236)

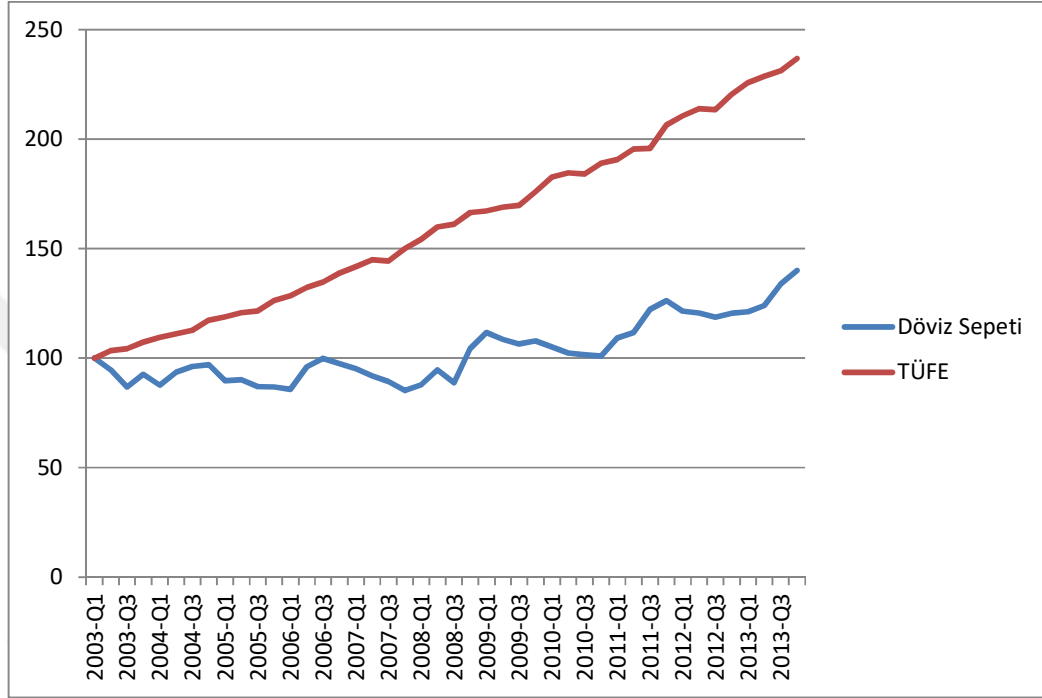
Şekil 12: Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri



Kaynak: (TCMB, 2018)

Enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmiş ülkeleri içeren çeşitli analizler, para politikası aracı olan kısa vadeli faizlerin fiyat istikrarını sağlamada diğer para politikası araçlarına nazaran daha başarılı olduğunu göstermektedir. Ayrıca bu faiz oranları istikrarlı bir üretim düzeyinin oluşturulmasında da diğer araçlara göre daha başarılıdır. Enflasyon hedefleyen gelişmiş ülkelere para arzı hedeflemesi, döviz kuru hedeflemesi v.b. para politikası araçları kısa vadeli faizler kadar etkin ve etkili değildir. Yüksek ve kronik faizlerin yaşandığı ülkelerde kısa vadeli faizler üzerinden enflasyonun düşürülmesi tek başına mümkün değildir. Kronik yüksek faiz veren ülkelerde dış kaynak girişi de iç talebi artıran ve bu sebeple enflasyonu yükselten bir sebeptir ve kısır döngüye sebep olmaktadır. Ülkemizde 2003-2013 yılları arasında döviz kuru çok istikrarsız olmadığı halde enflasyonun ortalama %10 civarında seyretmesi yabancı kaynak girişi sebebiyle artan iç taleptir. Sonuç olarak, Taylor Kuralı çok daha düşük enflasyon oranı ve istikrarlı büyümeyi yakalamış gelişmiş ülkelerde geçerli olacaktır.

Şekil 13: 2003-2013 Çeyrek Dönem TÜFE-Döviz Sepeti Karşılaştırması



Kaynak: EVDS

Şekil 13'deki grafikte 2003 yılı 1. çeyreğindeki TÜFE endeksi ve Döviz Sepeti 100 olarak kabul edilip artış ve azalışlar bu veriler üzerinden kıyaslanmıştır. Döviz Sepeti Türkiye'de genel kabul gören şekilde 1 Amerikan Doları ve 1 Euro'nun Türk Lirası karşısındaki döviz satış kuru ortalaması olarak alınmıştır. Bu grafikte Döviz sepetinin artışı enflasyon artışının gerisinde kalmıştır. Burdan enflasyonla döviz kurunun tamamen paralel hareket etmediği arada farklı parametreler olduğunu görmekteyiz. Bu durumun bir sebebi bu süre zarfında ülkemize giren yabancı sermaye ve doğrudan yabancı yatırımlar sebebiyle iç talebin artması, artan iç talebin de enflasyona neden olmasıdır.

2.1.5. Enflasyon Hedefleri

Merkez Bankaları ve hükümetler tecrübe kazandıkça enflasyon hedeflemesi rejiminin özellikleri oldukça standartlaşmıştır. Enflasyon hedeflemesinin ilk yıllarında, hedeflenecek uygun oran ve önlem ölçütleri, nokta veya hedef aralığı

kullanılıp kullanılmayacağı, hedef ufkunun uygun uzunluğu vb. üzerinde ciddi tartışmalar yapılmıştır.

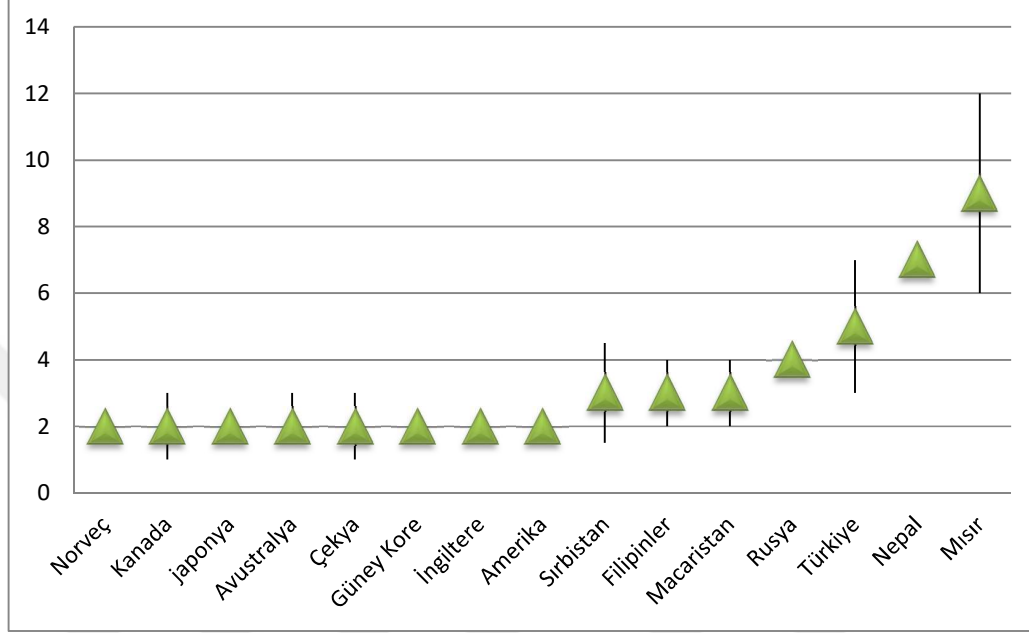
Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanan hemen hemen tüm ülkelerde, enflasyon hedefi TÜFE endeksindeki senelik değişim olarak belirlenmiştir. Bu seçimin nedeni, halkın TÜFE'ye olan aşinalığını, TÜFE'nin enflasyon beklentisinin oluşmasında ve ücret tespitindeki önemi ve istatistik kurumu tarafından hesaplanması ve genellikle mevcut fiyat ölçütleri içerisinde en başarılı ve gerçekçi olmasındandır.

Merkez bankaları ayrıca bir dizi çekirdek enflasyon tedbirini izlemekte ve raporlamaktadır. Çekirdek enflasyon, mal ve hizmetlerin maliyetlerindeki değişiklik olup, gıda ve enerji sektörlerindeki değişiklikleri içermez. Bu enflasyon ölçümü, belirtilen sektördeki fiyatların enflasyon sepetindeki diğer ürünlere göre çok daha değişken olduğu için bu kalemleri hariç tutmaktadır. Mal ve hizmet fiyatlarının bir ölçütü olan tüketici fiyat endeksi (TÜFE) kullanılarak hesaplanır.

Şekil 14'te görüleceği üzere enflasyon hedefi orta noktaları ve aralıkları çoğu ülke için benzerdir. İstikrarlı enflasyon hedefleri benimseyen ülkeler için, hedeflerin orta noktaları neredeyse yüzde 2 ila 3 arasında yer almaktadır. Hedef genellikle, artı veya eksi bir yüzde puan bantları ile bir nokta hedef şeklinde belirtilir. Ancak birkaç ülkede, hedefler bir merkez belirtilmeden aralık olarak tanımlanırken, diğerlerinde ise bir aralık veya 'kalın' nokta bir aralık olmadan belirtilir.

Hedef ufku da oldukça standartlaşmıştır. Enflasyon sırasında, hedefler yılsonu enflasyon oranı için belirlenir ve en az bir yıl öncesinden belirlenir. Merkez bankasının enflasyonla mücadelede tam bir hedef belirlemesi daha az yaygın olmakla birlikte, birkaç merkez bankası orta vadeli enflasyon hedefinin ne olduğunu göstermektedir. Enflasyon tamamlandıktan sonra, ülkelerin yıl sonu enflasyon hedeflerinden sürekli veya belirsiz ufuk hedeflerine geçişi ilan etmeleri yaygın bir uygulamadır.

Şekil 14: Enflasyon Hedefi ve Bantları



Kaynak: Merkez Bankaları web siteleri

2.1.6. Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik

2.1.6.1. Beklentiler ve Şeffaflık

Enflasyon hedeflemesi rejimiyle beraber merkez bankalarının şeffaf olması çok önemsenmeye başlanmıştır. Bu önemin kaynağı ise bu rejimin başarısının en önemli nedenlerinden birinin beklenti yönetimi olmasıdır. Kara ve Orak'a göre enflasyon hedeflemesinin başarısı merkez bankasının kamu nezdinde ve diğer unsurlar nezdinde inandırıcılık kazanması ve dolayısıyla ekonomik birimlerin kararlarını para politikası hedefleri doğrultusunda belirlemelerinin sağlanmasında yatmaktadır (Kara & Orak, 2008). Merkez bankasının beklenti yönetimine başarılı olmadığı durumlar enflasyon hedeflerinin tutturulmasını zorlaştırır. Özel sektörün beklentileri de fiyatlama davranışlarını şekillendirir ve dolayısıyla enflasyon oranları bu beklentilere istinaden değişebilir. Burada para politikasının parasal aktarım mekanizması devreye sokması ve bu şekilde beklentileri yönetmesi önemlidir.

2.1.6.2. Enflasyon Raporu

Enflasyon hedeflemesi rejiminde şeffaflık ve hesap verilebilirlik rejimin temel taşlarından biridir. Merkez bankaları düzenli periyotlarla raporlar yayınlarak kamuoyunu bilgilendirir. Bu raporların başında enflasyon raporu diğer adıyla “para politikası raporu” gelmektedir. Bu raporun içeriği ülkeler özelinde farklılık gösterebilmektedir. Fakat genel olarak bu raporlar, ülke ve dünya ekonomilerinin durumuyla ilgili değerlendirmeler, merkez bankasının geçmiş dönemdeki enflasyon performansını ve bu duruma sebep olan nedenlerle değerlendirmelerini, alınan para politikası kararlarının gerekçelerini, bankanın enflasyon tahminleri ile bu tahminlere temel oluşturan varsayımları ve enflasyon görünümüne ilişkin risk unsurlarını içermektedir. Enflasyon raporu TCMB’nin para politikasının temel iletişim araçlarından biridir. Bu raporda enflasyon ile ilgili güncel verilere ek olarak, finansal piyasalar, kamu maliyesi, yurtdışındaki gelişmeler ve ülke ekonomisine ilişkin derin analizler yer almaktadır. Bu rapor kısa ve orta vadeli enflasyon görünümüne ve para politikasına ilişkin bilgiler sunmaktadır. Bu sebeple finansal piyasalar tarafından dikkatle takip edilmektedir. (Kara & Orak, 2008, s. 15)

Merkez bankaları ayrıca banka, basın toplantısı, çeşitli sempozyum ve sunumlar, çalıştaylar, münferit analizler ve raporlar ile iletişim sağlamaktadır. Merkez bankasının yetki ve yetkinliklerinin hane halkı ve kamuoyu tarafından bilinmesi rejimin başarısına yardımcı olmaktadır.

2.1.6.3. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminde Karar Alma Mekanizması

Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerin tamamı, temel politika aracı olarak politika faizi olarak da adlandırılan kısa vadeli faiz oranlarını kullanmaktadır. Kısa vadeli faizler politika yapımcıların amacını en iyi şekilde yansıtan ve para politikasının iletişimine yardımcı olan para piyasaları göstergeleridir. Merkez bankaları yılda kaç kez ve hangi tarihlerde yeni bir para politikası kararı alacağını önceden bir takvim üzerinden ilan ederler. Aşağıdaki tablo Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının 2019 yılına ait hangi raporu hangi tarihte açıkladığını

göstermektedir. Banka bu takvime sadık kalacak şekilde hazırlıklarını gerçekleştirmektedir.

Tablo 6: Para Politikası Kurulu Toplantı ve Rapor Takvimi

Para Politikası Kurulu Toplantı Kararı	Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti	Enflasyon Raporu	Finansal İstikrar Raporu
16 Ocak 2019	23 Ocak 2019	30 Ocak 2019	
6 Mart 2019	13 Mart 2019		
25 Nisan 2019	30 Nisan 2019	30 Nisan 2019	
			31 Mayıs 2019
12 Haziran 2019	19 Haziran 2019		
25 Temmuz 2019	31 Temmuz 2019	31 Temmuz 2019	
12 Eylül 2019	19 Eylül 2019		
24 Ekim 2019	31 Ekim 2019	31 Ekim 2019	
			29 Kasım 2019
12 Aralık 2019	19 Aralık 2019		

Kaynak: (TCMB, 2019)

Yukarıdaki TCMB'nin web sayfasından alınan Tablo 6, bankanın hangi raporları hangi tarihte açıklayacağını göstermektedir. Belli bir takvim içerisinde açıklanan bu raporlar piyasa tarafından önemle takip edilir. Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan olan diğer ülkelerde de benzer raporlar kendi takvimleri dahilinde açıklanır. Raporların belirli bir zamanda açıklanması şeffaflık ilkesi gereğidir.

Kara ve Orak'a göre para politikasında şeffaflık ilkesi sayesinde, olağanüstü durumlar dışında, para politikası kararlarının takvimde ilan edilen tarihlerde alınması uygulamasını sağlamıştır (Kara & Orak, 2008, s. 17). Yeni Zelanda ve İsrail dışındaki tüm ülkelerde para politikası kararları ilgili kurullarca oylama yöntemine göre alınmaktadır. Bu süreç de şeffaflık ilkesi gereğidir.

2.2. Merkez Bankası Bağımsızlığı

Merkez Bankası bağımsızlığı üzerine yapılan çalışmalarda, bu bağımsızlığın genel olarak siyasi iktidardan bağımsızlık olarak alındığı görülmektedir. Konu kısaca hükümetin Merkez Bankası üzerindeki etkinliğinin kalmaması şeklinde ele alınabilir. Merkez Bankasının bağımsızlığı bir dizi statü ve usulün vardığı sonuçlarla, bankanın açıkça paranın istikrarını sağlamakla görevlendirildiği ve bu görev çerçevesinde kamu yönetiminden hiçbir doğrudan emir almadığı durumudur.

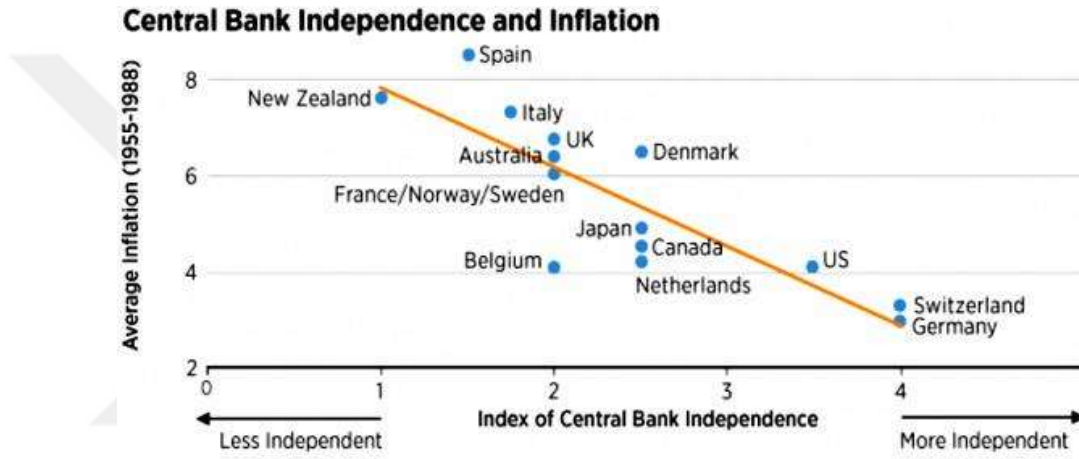
Özatat'a göre merkez bankası bağımsızlığını farklı katmanlarda ele alınabilir. Birinci katman olarak araç ve amaç bağımsızlığını, ikinci katman olarak yasal bağımsızlık ile gerçek hayattaki bağımsızlığını, üçüncü katman olarak ekonomik bağımsızlığını ve son katman olarak politik bağımsızlığını incelemiştir. (Özatat, 2018, s. 325) Merkez Bankası bağımsızlığı denilince para politikasını yürüten bu kurumun hükümet baskısı altında olmadan özgürce politika geliştirmesi ve bu politikayı uygulama konusunda istediği aracı kullanma serbestisine haiz olduğunu anlamamız gerekir. Merkez bankasının bağımsızlığı konusundaki hemen hemen tüm tartışmalar, uygun bir şekilde bağımsız bir merkez bankasının enflasyon hedeflerine ulaşabileceği varsayımını kabul etmiştir. Bununla birlikte, para politikası bağımsızlığı mali işbirliğini gerektirmektedir - bağımsız bir merkez bankasının bazı mali ön koşullar yerine getirilmedikçe enflasyonu kontrol edebileceği kabul edilemez. (Walsh, 2011, s. 2)

Yapılan çeşitli araştırmalarda Merkez Bankası bağımsızlığının enflasyonla doğrudan ilişkili olduğu belirlenmiştir. Şekil 15'te açıkça merkez bankası bağımsızlığı ile enflasyon arasındaki ters yönlü ilişki görülmektedir.

Merkez Bankası bağımsızlığı denilince akla gelen ilk ülke olan Almanya'da Enflasyon oranı son 10 yıl içerisinde ortalama %1'dir. Almanya Merkez Bankası olan Bundesbank 1998 yılında Avrupa Merkez Bankası kurulurken bu bankaya model olmuştur. Bu model, AMB'nin enflasyonu kontrol altına alması ve hükümetlerden bağımsızlığını korumasını hedeflemiştir. Ayrıca bu model, parasal finansman üzerinden katı bir yasak taşımaktadır. Bundesbank ve dolayısıyla AMB hükümet harcamalarını kesinlikle finanse etmemektedir. Bu çok kritik bir yasaktır.

TCMB 2001 yılına kadar kısa vadeli avans adı altında hükümet harcamalarını finanse etmiştir. Bu sebeple TCMB'nin bağımsızlığını güçlendirme ve kırılganlığı azaltma amacıyla bu uygulamayı kaldırmıştır.

Şekil 15: Merkez Bankası Bağımsızlığı ve Enflasyon Oranı



Kaynak: (Koyuncu, 2018)

2.2.1. Amaç ve Araç Bağımsızlığı

Amaç bağımsızlığı ile merkez bankası uygulayacağı politikalarda temel amaç ve hedeflerini seçmekte serbest bırakılmıştır. Günümüz modern merkez bankalarının büyük bir kısmının yasalarında da belirtilen öncelikli hedefi fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu nedenle hedefleri ve amaçları yasalarla tanımlanmış merkez bankalarının amaç bağımsızlığı bulunmamaktadır. (TCMB, 2012, s. 2) Bir merkez bankası amaç bağımsızlığına sahip olmadan araç bağımsızlığına sahip olabilir. Araç bağımsızlığına sahip bir merkez bankası kendisine verilen hedef ve amaca ulaşmak konusunda istediği aracı kullanabilir. (Özatatay, 2018, s. 326). Merkez bankası para politikası araçlarını uygularken hükümetin veya bir başka otoritenin onayına gerek duymadan özgürce seçer ve bu araçları serbestçe kullanabilir. Merkez bankası bağımsızlığı denilince öncelikle akla gelen ilk şey araç bağımsızlığıdır. (TCMB, 2012, s. 2)

Enflasyon hedeflemesi rejiminin sağlıklı uygulanabilmesi ve başarılı sonuçlara ulaşılabilmesi için merkez bankasının araç bağımsızlığına sahip olduğu yasal olarak güvence altına alınmalı ve fiiliyatta da uygulanmalıdır.

2.2.2. Yasal Bağımsızlık ve Gerçek Hayatta Bağımsızlık

Özatay’a göre yasalar ve kağıt üzerinde bağımsız görünen bir merkez bankasının fiiliyatta bağımsız olamama durumu söz konusu olabilir. Keza bankanın yasal bağımsızlığı olmadan fiili bağımsızlığı da mevcut olabilir. (Özatay, 2018, s. 327) Fakat bu iki durumda da bağımsızlık durumunun çok önemi bulunmamaktadır. Merkez bankasının bağımsız olarak kabul edilebilmesi için hem yasal bağımsızlığa sahip olması hem de siyasilerin bu yasal bağımsızlığı kabul edip bankanın fiilen de bağımsız olması gerekmektedir.

2.2.3. Ekonomik Bağımsızlık

Merkez bankasının bağımsızlık ve özgür bir şekilde faaliyetlerini gerçekleştirebilmesi için yeterli miktarda finansal kaynağa ihtiyacı vardır. Ayrıca merkez bankası serbestçe yönetebileceği bir bütçe yetkisine sahip olmalıdır. Bunlara ek olarak merkez bankası bütçesinin onaylanma sürecinde bankanın kurum dışı baskılara maruz kalmamalı ve fonksiyonel harcamaları özgürce belirleyebilmelidir. Bu kavramlar da ekonomik bağımsızlık içerisinde değerlendirilebilir. (TCMB, 2012)

Ekonomik anlamda bağımsız bir merkez bankası kamu açıklarının finansmanında kullanılamaz. Bu nedenle ekonomik bağımsızlık bankanın yüksek enflasyona ve hiperenflasyona sebep olabilecek uygulamalardan kaçınabilmesini sağlar. Banka ekonomik bağımsızlığa sahip olup araç bağımsızlığına sahip olamadığı durumlar söz konusu olabilir. Mesela banka ekonomik anlamda bağımsızdır fakat faiz kararında siyasi yönlendirmelere uymak zorunda olabilir. Ekonomik bağımsızlık ile araç bağımsızlığı beraber uygulandığı takdirde anlamlı bir yapı oluşur. (Özatay, 2018, s. 326)

2.2.4. Politik Bağımsızlık

Merkez bankasının politik bağımsızlığı merkez bankasının başkanının atanma ve görevden alınma biçimi, başkanın görev süresi, merkez bankası yetkilileri ile hükümet temsilcilerinin yasal görüşme sıklıkları, merkez bankasının üst organlarında hükümet temsilcilerinin ne sıklıkla bulundukları gibi çeşitli unsurlara bağlı olarak değişmektedir. Hükümetin merkez bankası başkanını istediği zaman değiştirebildiği bir durumda bankanın politik bağımsızlığından söz etmek zordur. Ayrıca banka başkanının görev süresinin çok kısa olması da bankanın politik bağımsızlığını zedelemektedir. (Özatay, 2018)

2.2.5. Bağımsızlığın Ölçümü ve Önemi

Operasyonel bağımsızlık merkez bankasının özerkliği olan parasal araçları seçme ve kullanma yeteneği olarak tanımlanır. Merkez bankalarının bağımsızlığını ölçmek için 1991 yılında Grilli, Masciandaro ve Tabellini tarafından yapılan endeks kullanılmaktadır. Bu endekste Merkez bankasının iskonto oranı gibi para politikası araçlarını kullanabilmesi ve merkez bankasının devlet açığını finanse etmemesi gibi unsurlar yer alır. Bu veriler merkez bankasının dış unsurlar tarafından baskılandığını veya enflasyonu kontrol ederken hükümet masraflarını fonlama zorunluluğu olup olmasını gösterir. (Balls, Howat, & Stansbury, 2018, s. 17)

Tablo 7: Politik ve Operasyonel Bağımsızlık Ölçümü

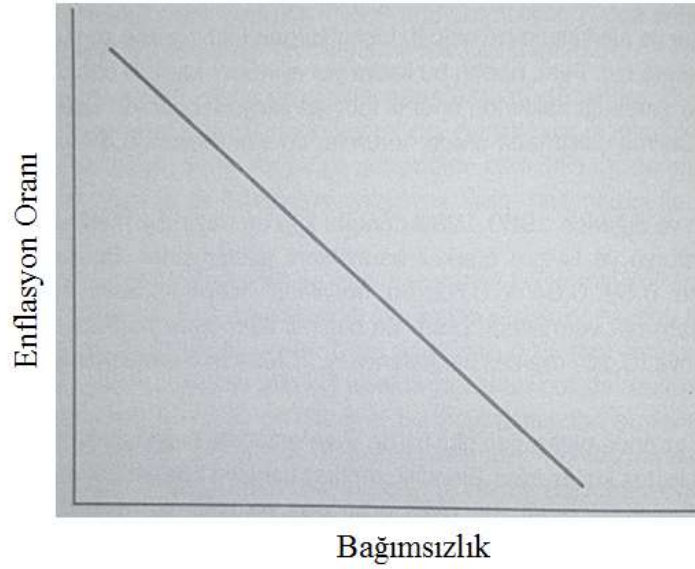
Politik Bağımsızlık	Operasyonel Bağımsızlık
Başkanın hükümet tarafından atanmaması	Devlete doğrudan kredi kullandırımı • Otomatik değil • Piyasa faiz oranından • Geçici • Sınırlı bir miktar için
Başkanın görev süresi>5	
Kurulun hükümet tarafından atanmaması	
Kurulun görev süresi>5	
Kurulda hükümet temsilcisinin olmaması	Merkez bankasının devlet borcu için birincil piyasaya katılmaması
Para politikası formülasyonunda hükümet onayı gerekmemesi	
Hükümet ile çatışma halinde merkez bankasını güçlendirmeye yönelik hükümler	İskonto oranları merkez bankası tarafından belirlenir.

Kaynak: (Balls, Howat, & Stansbury, 2018, s. 17)

Özatay’a göre gelişmiş ülkelerde merkez bankasının enflasyonla mücadelesinde başarılı olabilmesi için öncelikle bankanın gerçek anlamda bağımsız olması gerekmektedir (Özatay, 2018, s. 330). Gelişmekte olan ülkeler için bağımsızlıkla enflasyon arasında doğrudan bir ilişki gözlenmemektedir. Gelişmekte olan ülkeler için merkez bankası başkanının değişme sıklığı arttıkça daha yüksek enflasyon gerçekleştiği gözlenmektedir.

Ayrıca gelişmekte olan ülkelerde, hükümetler için seçilecek politikaların ağırlık tarafı daima hızlı büyüme yönünde olacaktır. Büyüme hızının yükseltilmesi de daima yeni yatırımlar ve yeni teknolojiler kullanmayı zorunlu kılmaktadır. Bu yatırımlar ise, her zaman vergilerle karşılanmaz. Verginin artırılması ve bütçe denkliliği politikası hem büyümeye gerekli hızı kazandırmamakta hem de politik huzursuzluğa sebep olmaktadır. Bu gibi durumlarda merkez bankasının bağımsızlığının önemi ortaya çıkmakta ve hükümetlerin Merkez Bankalarına finansman için baskı yapmasına engel olmaktadır.

Şekil 16: Merkez Bankası Bağımsızlığı ve Enflasyon Arasındaki İlişki



Kaynak: (Özatay, 2018, s. 330)

2.3. TCMB'nin Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Uygulaması

TCMB, enflasyon hedeflerini Türk Hükümetiyle birlikte üçer yıllık dönemler halinde belirler. Enflasyon hedefi tüketici fiyat endeksinin yıl sonundaki yıllık değişim oranı üzerinden değerlendirilir. Enflasyon hedefi belirsizlik aralığı ± 2 olarak belirlenmiştir. Yılsonunda gerçekleşen enflasyon belirsizlik aralığının dışında gerçekleşirse, banka hesap verme yükümlülüğü gereği hükümete açık mektup yazar.

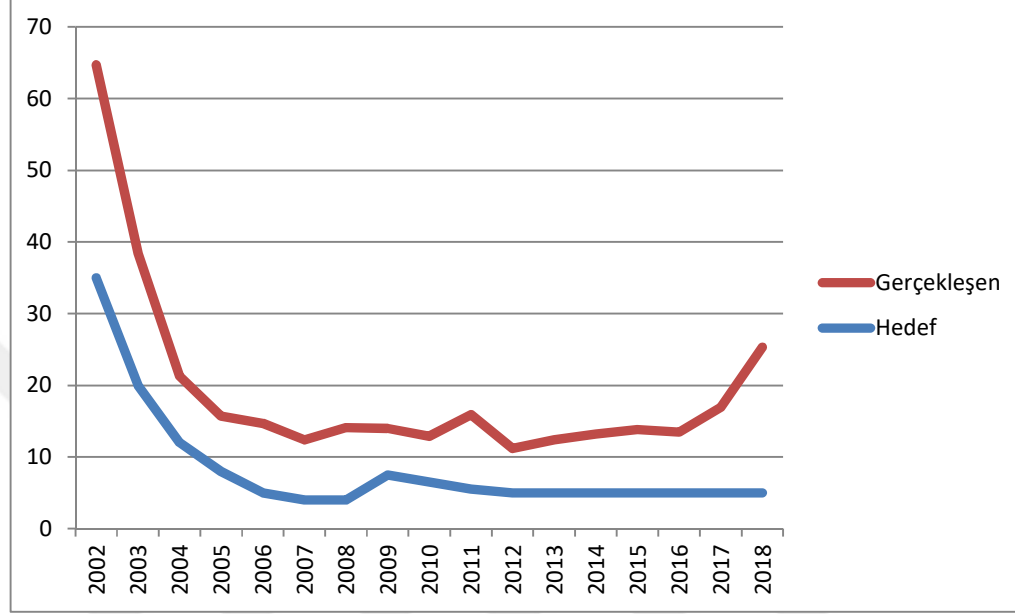
TCMB gelişmiş ülkelere kıyasla daha yüksek enflasyon oranı hedeflemektedir. Bu yaklaşımın nedenleri: Türkiye’de son yıllarda gerçekleşen yapısal reformlar, geçmiş yıllarda yaşanan yüksek enflasyon nedeniyle oluşan enflasyon katılığı, kalite artışından kaynaklı ölçüm aksaklığı ve AB uyum sürecidir. (TCMB, 2019)

Tablo 8: TCMB Enflasyon Hedefi ve Gerçekleşen Enflasyon

Yıl	Hedef	Gerçekleşen
2002	35	29,7
2003	20	18,4
2004	12	9,3
2005	8	7,7
2006	5	9,7
2007	4	8,4
2008	4	10,1
2009	7,5	6,5
2010	6,5	6,4
2011	5,5	10,4
2012	5	6,2
2013	5	7,4
2014	5	8,2
2015	5	8,8
2016	5	8,5
2017	5	11,92
2018	5	20,3
2019	5	-
2020	5	-
2021	5	-

Kaynak: TCMB

Şekil 17: Gerçekleşen Enflasyon ve Hedef Karşılaştırması (2002-2018)



Kaynak: EVDS

2.4. Alternatif Para Politikası Rejimleri

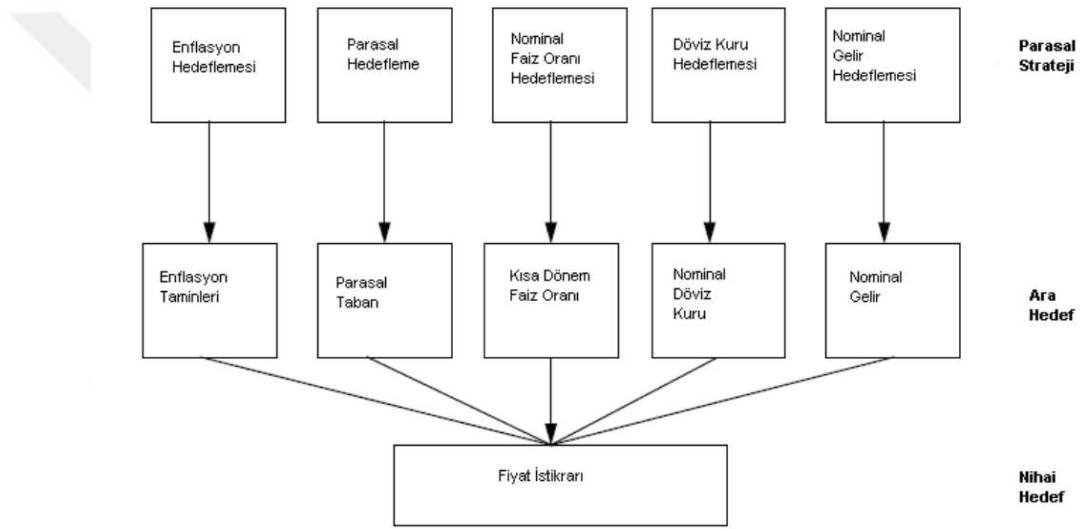
Fiyat istikrarını sağlama amacına yönelik günümüze kadar çeşitli para politikası araçları uygulanmıştır. Enflasyon hedeflemesi dışında parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi rejimleri de diğer para politikası hedefleme stratejisidir. Enflasyon hedeflemesi, parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi rejimlerinin temel dayanağı nominal çapalardır. Merkez bankalarının hedeflediği değerler piyasa oyuncularının davranışlarını şekillendirmektedir. (Burtan Doğan & Akbakay, 2016, s. 631)

2.4.1. Parasal Hedefleme

Para arzındaki artışlar enflasyona neden olmaktadır. Parasal hedefleme rejimi enflasyonun hedeflenen düzeyde tutabilmek amacıyla için para arzının artış hızına sınırlama getirir. Parasal hedefleme stratejisi para arzının merkez bankası tarafından kolayca değiştirilebileceğini varsayar. Parasal hedeflemenin temeli Keynesyen ekonomistlerin sadece maliye politikasıyla tam istihdam gerçekleştirilebileceği fikrinin monetaristler tarafından karşı çıkılmasıyla oluşmuştur. Monetaristlere uzun

dönemde Phillips eğrisinin dik olduğuna inanmaktadırlar ve bu kişilere göre işsizliğin doğal işsizliğin altına inmesi sadece enflasyonu yükseltmektedir. Böylece para politikası sadece enflasyonu kontrol altına alma amacıyla kullanılmalıdır. Keynesyenler enflasyonu faiz oranlarıyla kontrol edebileceklerine inanırlarken, monetaristler para arzının yönetiminin enflasyonu kontrol edebileceğine inanırlar.

Şekil 18: Para Politikaları Stratejileri



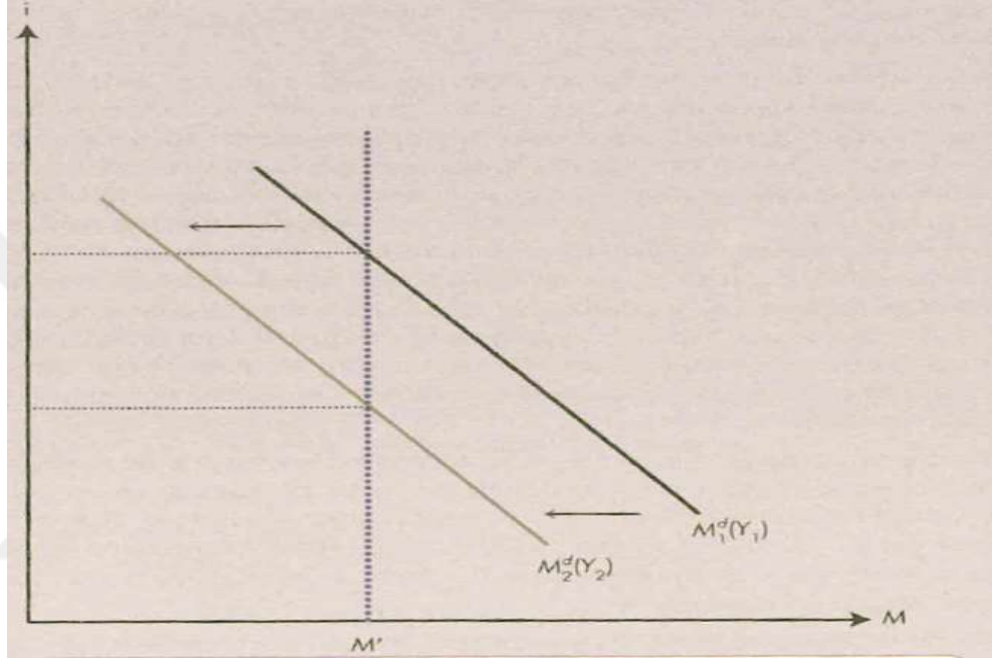
Kaynak: (Bozkurt, 2006, s. 87)

Parasal hedefleme stratejisinde parasal veriler çok hızlı şekilde elde edilebildiğinden nominal para arzı doğrudan yönetilebilir. Para arzının sıkı kontrolü aynı zamanda borçların parasallaştırılmasına engel olacağından mali disiplini de sağlayacaktır.

Parasal hedeflemenin başarılı olması için bazı öncüller gerekmektedir. Enflasyon ile hedeflenen parasal büyüklük arasında güçlü bir ilişki olmalıdır. Eğer bu bağ zayıfsa parasal hedefleme rejimi başarısız olacaktır. Parasal hedefleme sisteminin başarılı olmasında şart olan ikinci öncül ise para arzının merkez bankası tarafından kontrolüdür. Dar tanımlı para arzının yanında geniş tanımlı (M2 ve M3 gibi) parasal büyüklükler üzerinde de merkez bankasının bir ağırlığı olmalıdır. Parasal büyüklük ile enflasyon oranı öngörülebilir olmadığından parasal hedefleme enflasyon hedefini tutturmada başarılı olmayabilmektedir. Parasal aktarım mekanizması ile ilgili genel

görüş parasal büyüklüğün önemli bir etkisinin olmadığı yönündedir. (Burtan Doğan & Akbakay, 2016)

Şekil 19: Parasal Kontrol



Kaynak: (Özatay, 2018, s. 363)

Şekil 19’da Merkez Bankası para azını M' düzeyinde tutmaktadır. Para talebindeki değişiklikler belirli bir para arzında faiz haddinde değişikliğe neden olacaktır. Bu grafikte GSYİH küçülmesi para talebini azaltmış ve para talebi sola kaymıştır. Bu kayma faiz haddinde de düşüşe sebep olmuştur.

2.4.2. Döviz Kuru Hedeflemesi

Bretton Woods rejiminin çöküşü sonrası döviz kuru rejimlerinde büyük değişiklikler olmuştur. Sabit kur sisteminin kullanımı azalmış olup, dalgalı kur rejimi benimsenmiştir. Öncelikle gelişmiş ülkeler sabit kur rejimi terk etmeye başlamış, sonrasında gelişmekte olan ülkelere dalgalı kur rejimine geçiş görülmüştür. Gelişmekte olan ülkeler 1982 yılında yaşanan borç krizi sonrasında ani dış finansman kısıtlılığı sonrasında finansman bulma zorunluluğu sebebiyle sık ve yüksek oranlı

devalüasyonlara gitmişler ve sürecin sürdürülebilir olmadığını gördüklerinde de sabit döviz kurunu terk etmişlerdir.

Döviz kuru hedeflemesi sistemi bir ülkenin parasının değerinin güçlü bir ülkenin parasına bağlanma suretiyle gerçekleştirilen bir para politikası rejimidir. Bu rejimin amacı da diğer para politikası rejimleri gibi enflasyonu düşürmek ve enflasyon beklentilerini kontrol altına almaktır. Buradaki asıl amaç seçilen ülkenin politika ve güvenilirliğinden istifade etmektir.

Bu rejimin avantajları aşağıdaki gibidir;

- Geleceğe ait belirsizliklerin azalması sonrası artan ticaret hacmi
- Disiplin ve kredibilite
- Enflasyonun düşürülmesi

Bu sistemin dezavantajları da aşağıdaki gibidir;

- Para politikasındaki tam bağımlılık
- Çapa ülkeden yansıyan şoklar:
- Spekülatif ataklara açıklılık

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

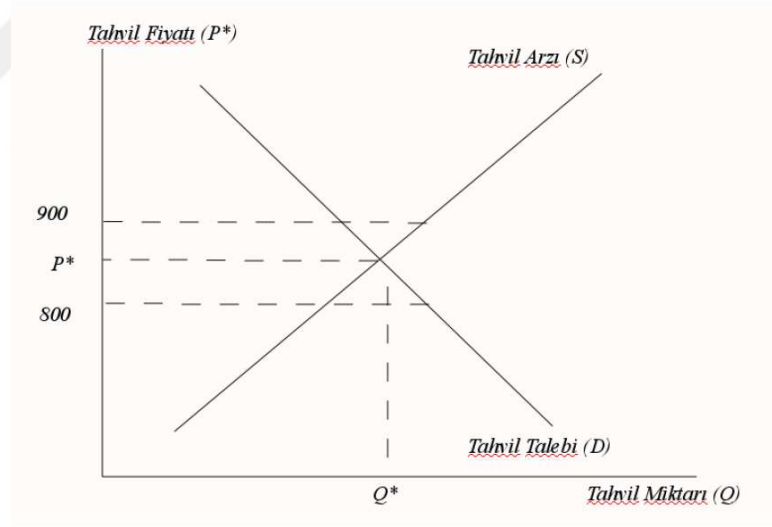
FAİZ TEORİLERİ VE DÖVİZ KURU REJİMLERİ

3.1. FAİZ TEORİLERİ

3.1.1. Varlık Talebi Teorisi

Varlık değer saklama amacıyla tutulan şeylere denir. Arz ve talep mekanizmasına göre varlıklar değer kazanır veya kaybeder. Tahvil arz ve talebi de tahvilin fiyatını dolayısıyla tahvilin faizini etkileyecektir.

Şekil 20: Tahvil Denge Fiyatı ve Miktarı



Kaynak: (Yalta, Ekim 2011, s. 30)

3.1.1.1. Tahvil talebini etkileyen faktörler

3.1.1.1.1. Servet

Ekonomik genişlemesine paralel olarak gerçekleşen servet artışı sonucunda harcanabilir gelir artacak, bu durum tahvile olan talep arttıracak ve sonuç olarak tahvil fiyatı artıp tahvil faizi düşecektir.

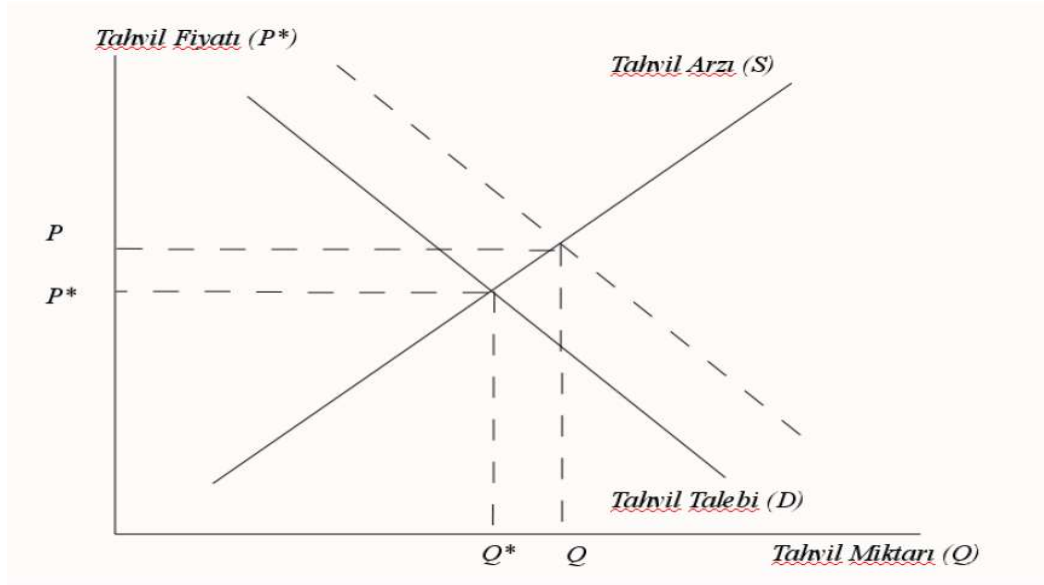
Şekil 21: Türkiye 10 Yıllık Tahvil Getirisi



Kaynak: <https://tr.investing.com/rates-bonds/turkey-10-year-bond-yield>

3.1.1.1.2. Beklenen Getiri

Şekil 22: Servet Artışı ile Tahvil İlişkisi



Kaynak: (Yalta, Ekim 2011)

Piyasa faizleri tahvilin getirisini yönlendirdiğinden tahvilin beklenen getirisinin artışı uzun vadeli tahvil talebini artıracaktır. Faizlerin artışı bekleniyorsa bu durum tahvil talebine olumsuz olarak yansıtacak tahvil fiyatını düşürecektir.

3.1.1.1.3. Likidite

Tahvilin likiditesi ne kadar yüksekse kısa zaman zarfında nakde dönüştürmesi kolay olacağından tahvilin fiyatını artıracaktır. Tahvil ne kadar likitse o oranda değerlidir.

3.1.1.1.4. Risk

Tahvil piyasalarında tahvilin ödenmeme riskine karşın ödenen sigorta primine CDS (Credit Default Risk) adı verilir. Bu primin yüksekliği ülkenin tahvilleri geri ödenmesi konusunda sorun yaşayabileceği anlamına gelmektedir. Tahvil tutmanın riski arttıkça tahvil talebi azalır, tahvil fiyatı düşer ve sonuç olarak tahvil faizi artar.

Şekil 23: Türkiye'nin Son 5 Yıla İlişkin CDS Primi



Kaynak: <https://www.paragaranti.com/cds>

3.1.1.1.5. Enflasyon Beklentisi

Beklenen enflasyonun artışı tahvilin getirisini olumsuz etkileyecektir. Enflasyon beklentisindeki artış tahvilin talebine olumsuz yansıtacaktır. Beklenen enflasyon artışı tahvil talebini azaltır, tahvilin fiyatı düşer ve tahvil faizi artar.

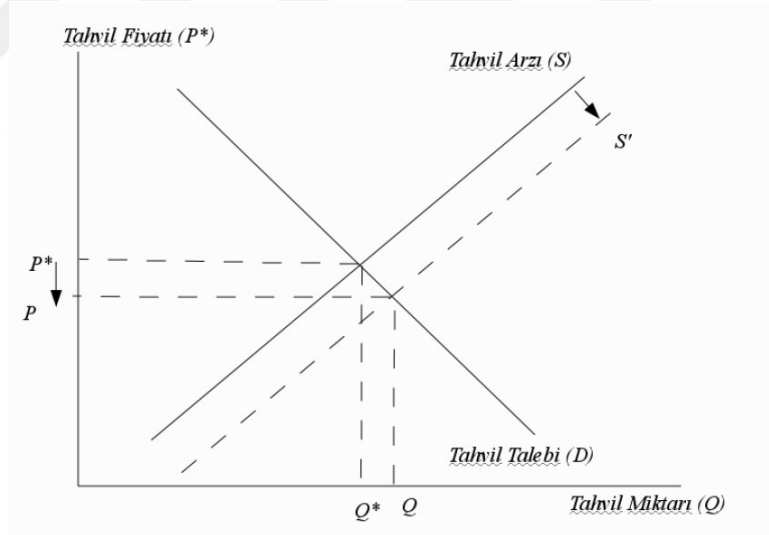
3.1.1.2. Tahvil Arzını Etkileyen Faktörler

3.1.1.2.1. Yatırımların Karlılığı

Ekonominin genişleme dönemlerinde yatırımlar ve borçlanmalar artmaktadır. Yapılan yatırımların karlılığı artıkça borçlanma aracı olan tahvil arzı artacak, tahvil fiyatı düşecek ve sonuç olarak tahvil faizi artacaktır.

Şekil 24'te yatırımların karlılığı arttığı için firmaların yatırım iştahı artmış, bu durum da borçlanma ihtiyacını doğurmuştur. Bu sebeple firmalar piyasaya tahvil ihraç etmiş ve tahvil arz eğrisi sağa kaymıştır. Tahvil arzının artışı tahvil fiyatında azalmaya sebep olmuş ve bu durum da tahvil faizinin artması sonucunu doğurmuştur.

Şekil 24: Tahvil Arzı ve Tahvil Dengesi İlişkisi



Kaynak: (Yalta, Ekim 2011)

3.1.1.2.2. Bütçe Açığı

Bütçe açıkları da yatırımdaki artışlar gibi kurumların borçlanma ihtiyaçlarını artırmaktadır. Bu sebeple bütçe açıkları borçlanma aracı olan tahvil arzını artıracak ve yatırım artışındakine benzer bir süreçle tahvil faizini etkileyecektir.

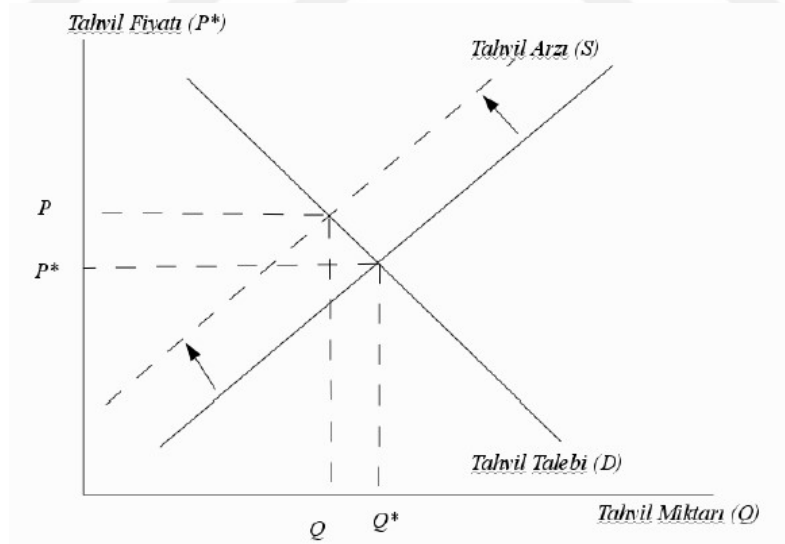
Bütçe açığı arttıkça tahvil arzı artacaktır. Tahvil arzının artışı tahvil fiyatını negatif etkileyecektir. Bu durum da tahvil faizinin artmasına yol açacaktır.

Bütçe açığının azalması tahvil arzını azaltacaktır. Tahvil arzının azaltışı tahvil fiyatının yükselmesine yol açacaktır. Bu durum da tahvil faizinin azalmasını sağlayacaktır.

3.1.1.2.3. Enflasyon Beklentisi

Enflasyon beklentisinin artması piyasa oyuncuları ve hane halkının gelecek dönemde daha yüksek bir enflasyona maruz kalacaklarına inanmaları durumudur. Enflasyon beklentilerindeki artma borç alanlar için borçlanma maliyetlerinin azalmasına yol açacaktır. Sonuç olarak tahvil arzı artacaktır. Aşağıdaki grafikte enflasyon beklentilerindeki düşmenin tahvil denge fiyatındaki değişimini göstermektedir.

Şekil 25: Enflasyon Beklentisi ile Tahvil Fiyatı İlişkisi



Kaynak: (Yalta, Ekim 2011)

3.1.2. Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi

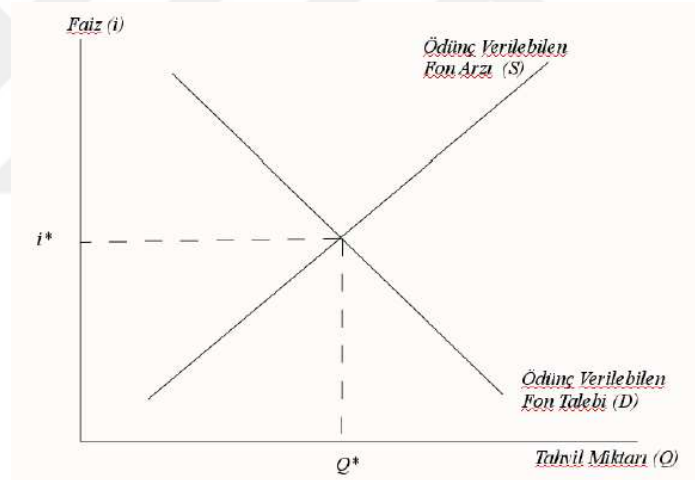
Bu teori İsveçli ekonomist ve K. Wicksel ile İngiliz ekonomist tarafından geliştirilmiştir. Bu teoriye göre ödünç verilebilir fonların arz ve talep dengesine göre faiz oranları belirlenmektedir.

Hane halkı ve şirketler tahvil talep ederken, şirketler ve ülke hazineleri tahvil arz ederler. Elinde fon fazlası bulunan ve bu fon fazlasıyla borç vermek isteyen kişiler tahvil talep ederler. Yani bu kişiler ödünç verilebilen fon arzında bulunurlar.

Ödünç verilebilir fonlar teorisini etkileyen hususlar:

- Tüketici kredisi kullandırmaları
- Eski tesisleri yenilemek veya yeni yatırımlar yapmak
- Likidite tercihi sebebiyle sıcak para talebi

Şekil 26: Ödünç Verilebilir Fonlara Ait Fiyat-Miktar Dengesi



Kaynak: (Yalta, Ekim 2011)

Ödünç verilebilir fon kaynakları:

- Hane halkı tasarrufları
- Amortisman bakiyeleri
- Bankaların para yaratması
- Yastık altı tasarruflar

Faiz haddindeki yükseliş tasarrufa teşvik edip yastık altı tasarrufların ekonomiye katılmasını sağlayacaktır.

Bu teoriye göre reel faizin oluşumunda iki temel faktör etki etmektedir. Birinci faktör bireylerin cari ve gelecekteki tüketim imkanları hususundaki tercihleridir. Burada faizler zaman tercihini etkilemektedir. Faizler yüksek olduğunda kişiler tüketimlerini gelecek zamana ertelemekte, faizler düşük olduğunda ise hane halkı tüketimleri cari dönemde gerçekleştirmeye eğilimli olmaktadır. İkinci faktör ise girişimcilerin getirilerinin yatırımdan daha fazla olduğu durumda girişimciler verimli bir yatırım gerçekleştirmiş olacaklardır. Bu süreç daha ilerde daha büyük yatırım ve fon taleplerini gündeme getirecektir. Verimlilik ve tasarruf bu sayede fon arz ve talebini etkileyecek ve sonuç olarak bu dengeye göre piyasa faiz dengesi oluşacaktır.

3.1.3. Keynesgil Faiz Teorisi (Likidite Tercihi Teorisi)

Bu teori John Maynard Keynes tarafından Genel Teori’de geliştirdiği ve insanların hangi saiklerle para talebinde bulunduklarını açıklayan teoridir. Keynes’e göre bireyler işlemler saiki, ihtiyat saiki ve spekülasyon saikiyle tahvil yerine para talep ederler.

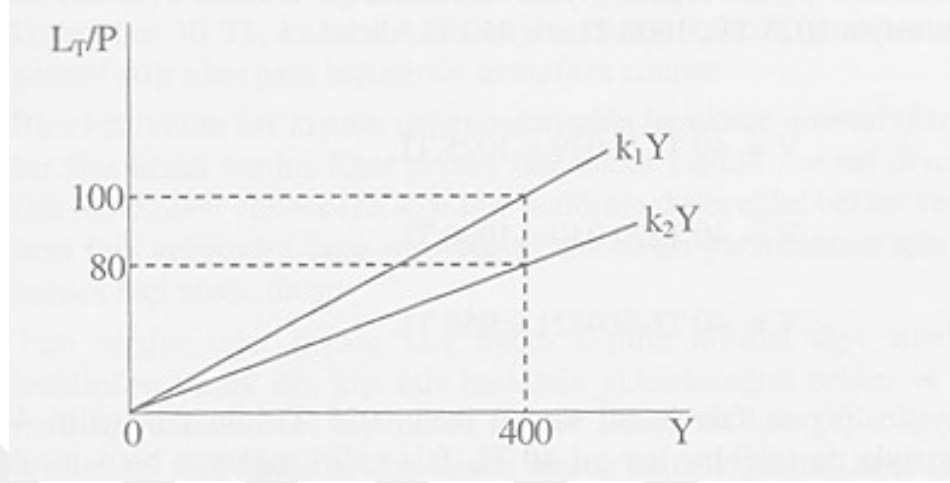
3.1.3.1 İşlem Saikiyle Para Talebi

Hane halkı ve firmalar kazanç ve harcamaları arasındaki zaman farkını kapatmak amacıyla para talep etmelerine işlemler saikiyle para talebi denir. İşlem saikiyle para talebi aşağıdaki gibi formüle edilmiştir.

$$L_T/P = k(Y) \text{ (k = sabit)}$$

Şekil 27’de işlem saikiyle para talebi (L_T)’nin fiyat genel düzeyiyle ters ve gayrisafi yurtiçi hasıla ile doğru orantılı olduğunu anlatılmaktadır. Bu para tanımı iktisadi paydaşların günlük işlemler dolayısıyla sakladıkları paralar olduğundan bu para talebi gelirle doğru orantılıdır. Keynes toplumun ödeme alışkanlıklarından ötürü klasik iktisatçılar gibi k değerini sabit kabul etmiştir. Yani işlemler saikiyle para talebi sadece reel geliri pozitif bir fonksiyonudur.

Şekil 27: İşlem Saikiyle Para Talebi



Kaynak: (Ünsal, 2009, s. 483)

3.1.3.2. İhtiyat Saikiyle Para Talebi

Keynes'e göre kişiler olağanüstü şartlara hazırlık amaçlı ihtiyat saikiyle para talep ederler. Bireylerin beklenmeyen harcamalar için para talep etmelerine ihtiyat saikiyle para talebi denir. Keynes'e göre ihtiyat saikiyle para talebi reel gelirle pozitif ilişkidir. Keynes ihtiyat saikiyle para talebini aşağıdaki gibi formülleştirmiştir. (Ünsal, 2009, s. 482)

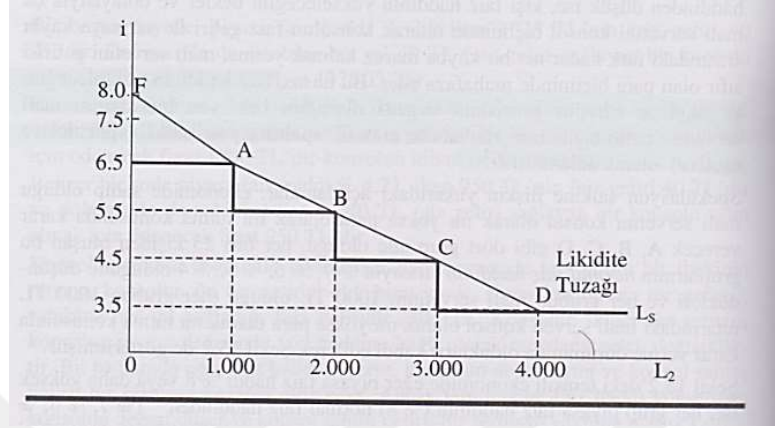
$$L_T/P + L_P/P = L_1 = kY \quad (0 < k < 1, k = \text{sabit})$$

Bu formülde L_T işlemler saikiyle para talebini L_P ise ihtiyat saikiyle para talebini sembolize etmektedir. P ise fiyatlar genel düzeyidir. k gelirin sabit katsayısını göstermektedir. Bu tanıma göre işlemler saikiyle para talebi ile ihtiyat saikiyle para talebinin toplamı toplam gelirden azdır.

3.1.3.3. Spekülasyon Saikiyle Para Talebi

Kişilerin faiz haddinin yükseleceği tahmini ve tahvilin getirisinin azalacağı varsayımıyla hareket ederek servetini nakit olarak saklama isteğine spekülasyon saikiyle para talebi denir.

Şekil 28: Spekülasyon Saikiyle Para Talebi

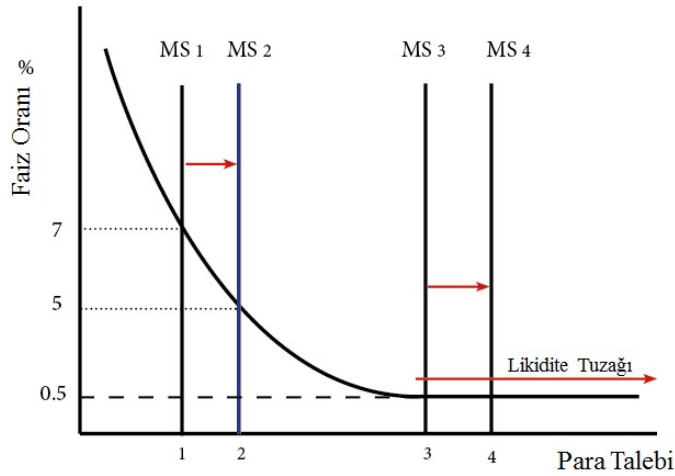


Kaynak: (Ünsal, 2009, s. 486)

Kişiler gelecekte faiz oranının düşeceğine inanıyorsa para talebini azaltır, gelecekte artacağına inanıyorlarsa para talebini artırır. Yani spekülasyon güdüsüyle para talebi faiz oranının azalan bir fonksiyonudur. (Cayın & Aydın, 2016)

$$L_s/P = f(i) = L_2(i)$$

Şekil 29: Likidite Tuzağı



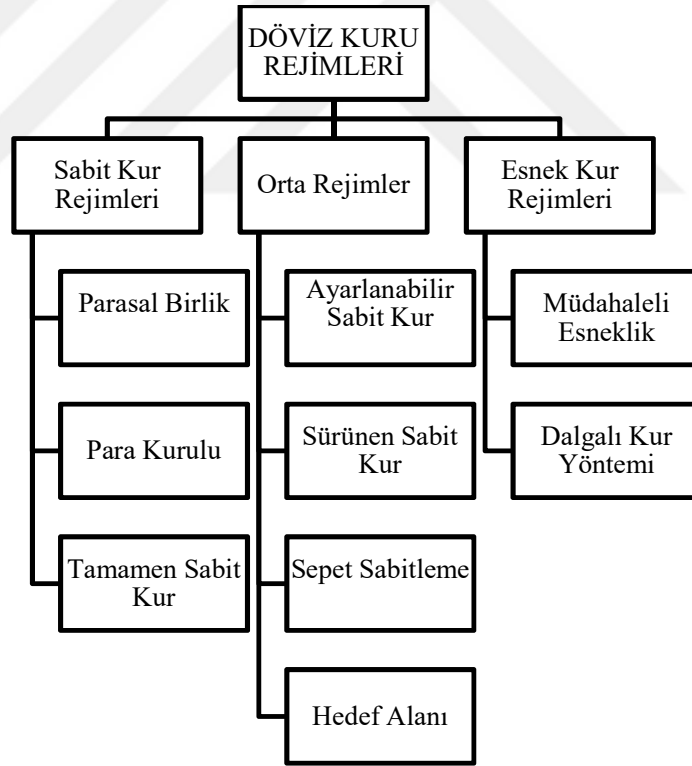
Yukarıdaki formülde L_s spekülasyon saikiyle para talebini ve P fiyatlar genel düzeyini sembolize etmektedir. Yukarıdaki tanıma göre spekülasyon saikiyle para talebinin faizin bir fonksiyonu olduğunu göstermektedir. Bir diğer deyişle, faiz oranı

artarsa spekülasyon saikiyle para talebi azalır, faiz artarsa spekülasyon saikiyle para talebi artar.

Para arzındaki artışlar bir seviyeden sonra faizleri daha fazla düşüremeyecek noktaya gelir. Bu seviyeden sonra faizler daha düşük bir seviyeye gelemeyecektir. Bu aşamadan sonra piyasaya aktarılan likidite atıl olarak tutulmaya başlanır ve sonuç olarak para arzındaki artışlar ekonomiyi canlandırmamaya başlar. Bu duruma likidite tuzağı denir.

3.2. DÖVİZ KURU REJİMLERİ

Şekil 30: Döviz Kuru Rejimleri



Kaynak: (Sever E. , 2004)

3.2.1. Sabit Kur Sistemi

Sabit kur rejimi Merkez Bankası tarafından belirlenen bir kur üzerinden yerli paranın yabancı para ile değiştirilebilmesini sağlayan sistemdir.

Sabit kur sistemi Merkez Bankasının döviz kurlarının istikrarı için döviz piyasasına alış satış işlemleri vasıtasıyla döviz kuruna karışmasıdır. Merkez Bankasının sabit döviz kuru sistemini uygulayabilmesi için elinde yeterli miktarda döviz veya kambiyo fonu olarak da adlandırılan altın veya yabancı döviz stokunun olması gerekmektedir. Sabit döviz kurunu uygulayan Merkez Bankası döviz kurları değer kazanmaya başladığında elindeki stokla Yukarıdaki formülde L_s spekülasyon saikiyle para talebini ve P fiyatlar genel düzeyini sembolize etmektedir. Yukarıdaki tanıma göre spekülasyon saikiyle para talebinin faizin bir fonksiyonu olduğunu göstermektedir. Bir diğer deyişle, faiz oranı artarsa spekülasyon saikiyle para talebi azalır, faiz artarsa spekülasyon saikiyle para talebi artar.

Para arzındaki artışlar bir seviyeden sonra faizleri daha fazla düşüremeyecek noktaya gelir. Bu seviyeden sonra faizler daha düşük bir seviyeye gelemeyecektir. Bu aşamadan sonra piyasaya aktarılan likidite atıl olarak tutulmaya başlanır ve sonuç olarak para arzındaki artışlar ekonomiyi canlandırmamaya başlar. Bu duruma likidite tuzağı denir.

rı piyasaya sürerek dövizin değerini düşürme, döviz kurları değer kaybetmeye başladığında ise tanzim alım satım işlemleri yaparak dövizin değerini yükseltme vasıtasıyla döviz kurlarını sabit tutar. Bu sistemin uzun süreli uygulanabilirliği ülkenin ödemeler dengesi açığı vermemesine bağlıdır. Ülke ödemeler dengesi açığı verdikçe elindeki altın ve döviz stoku azalacak, döviz kurları hareketlenmeye başlayınca kullanabileceği döviz stoku yetersiz kalacaktır. (Parasız, 2005, s. 597)

Sabit kur sisteminde kurun değerini Merkez Bankası veya devletin diğer unsurları belirler. Kur belirli bir seviyede tutulur ve tekrar karar verici organ tarafından değiştirilir. Bugün Dünyanın en büyük ekonomilerine sahip ülkeler dahi bu sistemin kendisini veya benzerlerini uygulamaktadır. Sabit kur rejimi Türkiye’de 1980 yılına kadar uygulanabildi. (Bağış, 2016)

Sabit kur sisteminde esnek kur sisteminde mevcut olan günlük dalgalanmalar olmamaktadır. Bu sayede uluslararası ticaret ve yatırımları riske sokacak durum ortadan kalkmaktadır. (Parasız, 2005) Riskler ve belirsizlikler bu kur sisteminde minimize olduğu için uluslararası ticaret ve yatırım kolaylaşmaktadır.

Sabit kur sistemi spekülasyonlara esnek döviz kuruna göre daha fazla dayanıklıdır. Parasız'a göre esnek döviz kurunda dövizin değeri artış eğilimine girince spekülâtörlerin dövize talebi artacağından döviz değeri artışı hızlanacak ya da dövizin değeri düşme eğilimine girince spekülâtörlerin dövize talebi azalacağından döviz değeri azalışı hızlanacaktır (Parasız, 2005). Bu sebeple sabit kur sisteminde döviz hareketleri kısıtlı veya limitli olduğundan istikrar bozucu spekülasyon olma ihtimali diğer kur sistemine göre daha düşüktür. Döviz hareketlerinin limitli olması faizlerin de düşük seyretmesini sağlar.

Sabit döviz kuru fiyat istikrarının sağlanmasına yardımcı olur. (Bağış, 2016) Enflasyon oranının yüksek seyri ülkenin ödemeler dengesi açığı veya rezerv kaybına neden olmaktadır. Bu sorunları engellemek için ülke yönetimi enflasyonla mücadele etmek zorunda kalmaktadır. Sabit döviz kurunun uygulanabilirliği ülkenin altın ve döviz stokuna bağlı olduğundan enflasyon oranının düşük seyretmesi bu kur rejiminde önemlidir.

3.2.1.1. Parasal Birlik/Dolarizasyon

Temelini optimum para sahasından alan parasal birlik, ülkelerin parasal birliğe dahil olarak aynı para birimini kullanmalarıdır. Dolarizasyon sisteminde ülke kendi para birimini kullanmayı bırakıp ekonomik olarak daha güçlü olan ülkenin para birimini ülke parası olarak kullanır. Bu iki sistemde de ülkenin kendi parasal özerkliği ortadan kalkmış olup, ülke para politikalarında yabancı ülkelere gerçek anlamda bağımlıdır. (Yağcı, 2001, s. 6)

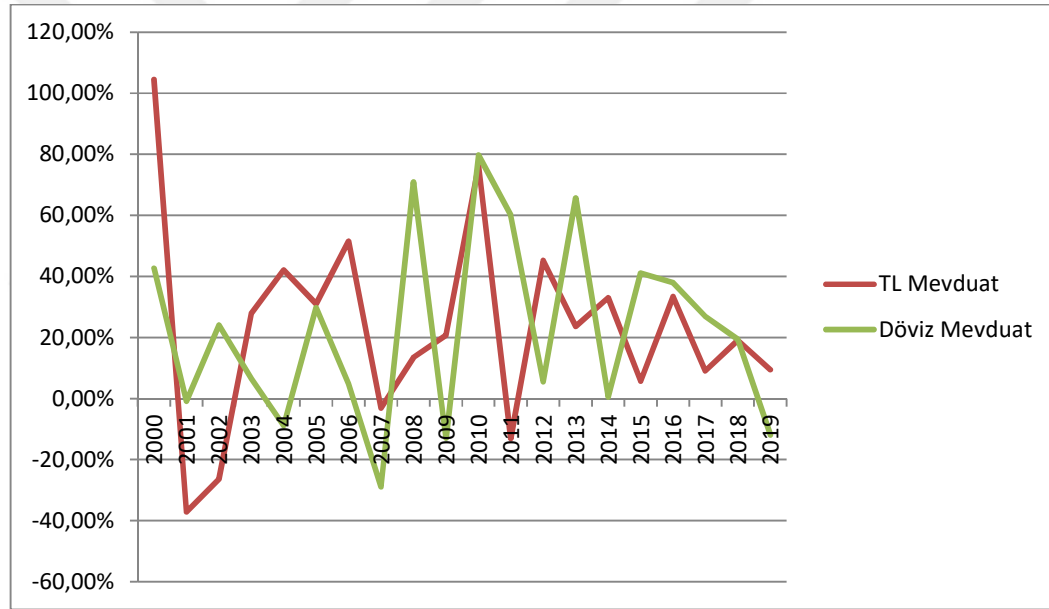
Bu sistemlerin bazı avantajları mevcuttur. Yağcı'ya göre bu döviz kuru sistemleri dezenflasyonu kolaylaştırır, parasal kriz ihtimalini ve işlem maliyetlerini düşürür (Yağcı, 2001). Ayrıca sabit ve durağan faiz oranları sağlar, bu sistem keyfi para politikaları uygulamalarını ortadan kaldıracağı için enflasyon eğilimi azalır.

Bu sistemin dezavantajları ise bu sistemde merkez bankaları son çare borç veren kurum özelliğini kaybeder. Yağcı'ya göre parasal birlik ve dolarizasyon sistemi likidite krizinin ortaya çıkmasına elverişli sistemlerdir (Yağcı, 2001). Parasal birlik sisteminde senyoraj geliri elde edilmesi diğer kur sistemlerine göre daha zordur.

Dolarizasyonda ise senyorej geliri elde etme imkanı bulunmamakta ve dolarizasyondan çıkış da çok zor olmaktadır. Bu sabit kur sistemlerinde şokları emme kapasitesi bulunmamaktadır. Şoklar sadece ekonomik aktivitelerde değişiklik yapılarak absorbe edilebilir.

Parasal birlik sistemi halihazırda oldukça güçlü ticari ilişkileri veya diğer ekonomik bağları olan ülkeler için, dolarizasyon ise etrafındaki büyük komşu ülkeler olan ve bunlarla güçlü ticari ilişkisi olan küçük ülkeler için uygundur.

Şekil 31: 2000-2019 TL ve Döviz Mevduat Değişimlerinin Karşılaştırılması



Kaynak: EVDS

3.2.1.2. Para Kurulu

Sever'e göre para kurulu, açık bir taahhüt ile belirlenmiş bir döviz paritesi üzerinden yerli parayı yabancı ülke parasıyla değiştiren ve bu görevi gerçekleştirmek adına büyük kısıtlamalar altına girme suretiyle hareket eden sistemdir (Sever E. , 2004). Para Kurulu bir ülkenin para arzının belirli bir kur üzerinden döviz rezervlerine bağlayan bu belirli kur üzerinden yerli para ve yabancı parayı takas eden kurumdur.

Bu sistemde iki tanım ortaya çıkmaktadır. Bunlardan biri rezerv para diğeri ise rezerv ülkedir. Para kurulu tarafından piyasaya arz edilen paraya karşılık elinde tutmak zorunda olduğu paraya rezerv para, bu parayı tutması için emanet ettiği ülkeye ise rezerv ülke adı verilir. (Çolak & Barışık, 2009)

Para kurulu rejimi yapı itibariyle peg rejimine benzemektedir. Aralarındaki en belirgin fark para kurulu rejiminde yerli paranın basılıp piyasaya arzı ülkeye döviz girişine bağlanmış olmasıdır.

3.2.1.3. Tamamen Sabit Kur

Tamamen sabit kur bir ülkenin parasının sabit ve belirli bir süre zarfında değişmez bir parite üzerinden başka bir ülkenin para birimine değer olarak sabitlemesidir. Bu kur sisteminde kurlar belirli bir süre değeri sabit kalmış olur.

Bu sistem ticari ilişkiler açısından avantajlı bir sistemdir. Bu sistemde kur oynaklığı bulunmadığından ve gelecekte uygulanacak kur miktarı şimdiden belli olduğundan ihracat fiyatlamasının yapılmasını kolaylaştırarak ihracatı teşvik eder.

Eğer enflasyonist ortamda bulunan ülkede sabit kur rejimi uygulanıyorsa, fiyat artışlarından dolayı yerel paranın değer kazanması dış ticaret açığını tetikleyecektir. Ülke sermaye hareketlerine izin veriyorsa dövize aşırı talep olacak, sermaye hareketine izin vermiyorsa döviz karaborsası oluşacaktır. Bu sebeple yüksek oranlı devalüasyonlar uygulanarak denge sağlanmaya çalışılmaktadır. (Sever E. , 2004, s. 60)

3.2.2. Orta Rejimler

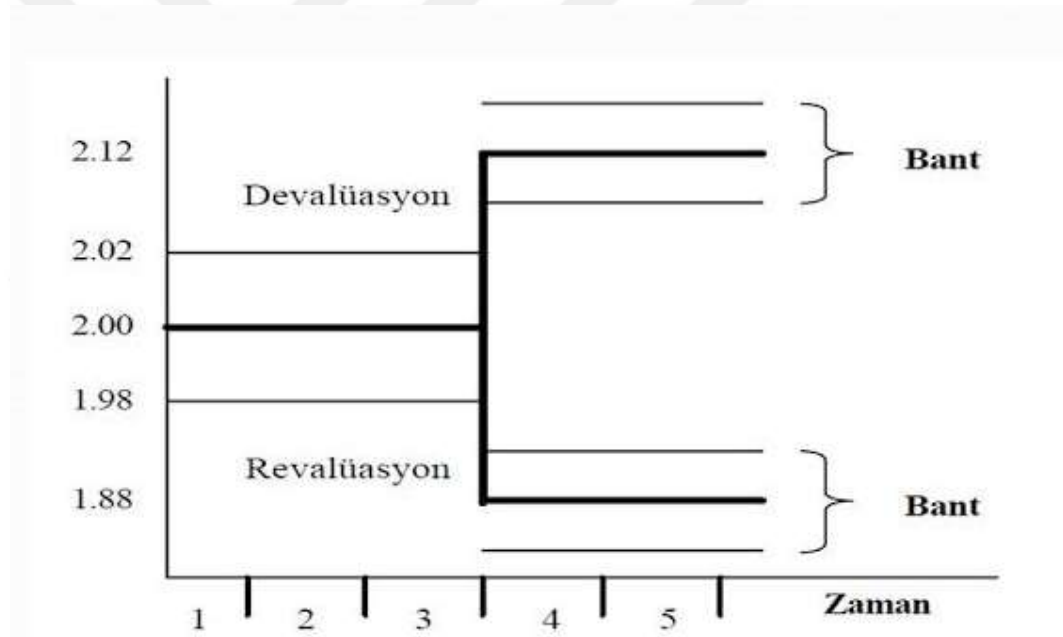
3.2.2.1. Ayarlanabilir Sabit Kur

Ayarlanabilir sabit kur sistemi özünde Bretton Woods sistemine benzeyen ve para otoritelerince döviz kuru ve dalgalanma bandı belirlendiği sistemdir. Bu sistemde kullanılan bantlar dardır. (maximum yüzde $\pm 2,25$) Belirlenen döviz kuru zamanın koşullarına göre seyrek olarak fakat büyük oranlı şekilde değiştirilebilir. Ödemeler

bilançosu açığı durumunda ülke parası devalüe ödemeler bilançosu fazlası durumunda ülke parası revalüe edilir. (Akan, 2010)

Ayarlanabilir sabit kur sisteminin avantajlarından biri bu sistem ülkelerin fiyat istikrarını sağlamada nominal çapa görevini üstlenmesidir. Yabancı yatırımcılar belirsizliğin daha az olduğu sabit kur sistemi sayesinde daha güvenli şekilde yatırımlarını gerçekleştirmektedir. Bu sistem vesilesiyle kurdaki oynaklık az olmakta ve faiz oranları inebileceği en düşük rakamlara inebilmektedir. (Sever E. , 2004)

Şekil 32: Ayarlanabilir Sabit Kur Sistemi



Kaynak: (Parasız, 2005, s. 599)

3.2.2.2. Sürünen Sabitleme/Band

Sürünen sabit kur sisteminde (crawling peg/band) döviz kurlarının kısa vadeli olarak sabit tutulması hedeflenmesine karşın piyasada zaman içinde oluşan arz ve talep dengesine belirli periyotlarla devalüasyon gerçekleştirilir. (Sever E. , 2004) Sürünen sabitleme, diğer adıyla kayan parite sistemine göre döviz kurlarında ani ve büyük devalüasyonlar ile istikrar bozucu spekülasyonlardan kaçınılabılır. (Parasız, 2005)

Kaynak: (Sever E. , 2004, s. 64)

3.2.2.3. Kur Sepeti

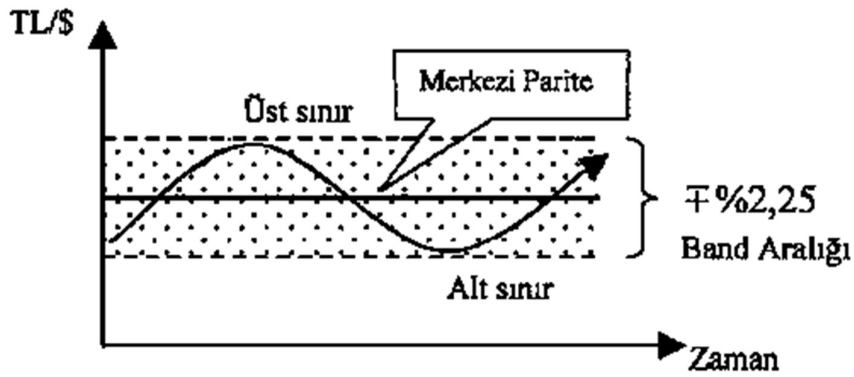
72

3.2.2.4. Hedef Alanı

Hedef alanı sisteminde (target zone) nominal döviz kurunun bir bant içerisinde serbestçe dalgalanmasına izin verilir. Bandın merkezindeki döviz kuru oranı, bir para birimi veya bir sepet para birimi cinsinden sabit bir orandır. Bandın genişliği değişiklik gösterebilmektedir. (ERM'de başlangıçta $\pm$ yüzde 2.25 olarak belirlemiştir.) Bu sistemde uygulanan bazı bant genişlikleri müşterek düzenlemelerin sonucudur, bazıları ise tek taraflı belirlenmiştir. (Edwards & Savastano, 1999) Bu sistemde para birimlerinin karşılıklı mübadele değeri ve dalgalanma limitleri iki veya daha fazla merkez bankasının ortaklaşa karar vermesi sonucu belirlenir.

Hedef alanı sistemi yatay ve dar bir bant içerisinde kur hareketlerine izin vermektedir. Bu durumda ülkenin sisteme uygun düşmeyen makro politikalar uygulaması veya çok dar bir bant aralığının bulunması spekülasyon ataklara yol açmakta, bu ataklar da kurun istikrarsızlığına sebep olmaktadır. Bu sistemde halkın beklentilerine yön veren ve sisteme kredibilite ve esneklik sağlayan anahtar değişkenler bulunur. (Sever E. , 2004) Bu sistemde merkezi paritenin doğru tespiti de çok önemli bir husustur.

Şekil 34: Hedef Alanı Kur Sistemi



Kaynak: (Sever E. , 2004, s. 65)

3.2.3. Esnek Kur Sistemi

Esnek kur sistemi yerli paranın yabancı paralar karşısındaki değerinin piyasalarda oluşan arz ve talep dengesine göre belirlenmesidir. Bu rejimde yerli paranın yabancı paralar karşısındaki değeri gün içinde devamlı yeniden belirlenir. Bu kur rejiminin farklı uygulanma biçimleri mevcuttur.

IMF'nin 2017 yılında yayınladığı rapora göre 18 ülkede yönetimli dalgalanma kur sistemi uygulanmasına karşın 69 ülkede müdahalesiz dalgalanma kur sistemini kullanmaktadır. 2017 yılı itibarıyla IMF üyesi ülkelerin yaklaşık %40'u müdahalesiz dalgalanma sistemini uygulamaktadır (IMF, 2017).

Şekil 35: Kur Rejimleri ve Uygulayan Ülke Oranları

Döviz Kuru Düzenlemeleri	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Sıkı Peg	12,2	13,2	13,2	13,2	13,1	13,1	12,6	13	12,5
Yasal Düzenleme Yok	5,3	6,3	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	7,3	6,8
Para Kurulu	6,9	6,9	6,3	6,3	6,3	6,3	5,8	5,7	5,7
Yumuşak Peg	34,6	39,7	43,2	39,5	42,9	43,5	47,1	39,6	42,2
Geleneksel Peg	22,3	23,3	22,6	22,6	23,6	23	23	22,9	22,4
İstikrarlı Düzenlemeler	6,9	12,7	12,1	8,4	9,9	11	11,5	9,4	12,5
Yönlendirilmiş Sabit Parite	2,7	1,6	1,6	1,6	1	1	1,6	1,6	1,6
Yönlendirilmiş Benzeri Düzenlemeler	0,5	1,1	6,3	6,3	7,9	7,9	10,5	5,2	5,2
Yatay Bant İçerisindeki Peg Rejimi	2,1	1,1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Dalgalı Kur	42	36	34,7	34,7	34	34	35,1	37	39,5
Dalgalı Kur	24,5	20,1	18,9	18,4	18,3	18,8	19,4	20,8	19,8
Serbest Dalgalı Kur	17,6	15,9	15,8	16,3	15,7	15,2	15,7	16,1	16,1
Diğer Düzenlemeler	11,2	11,1	8,9	12,6	9,9	9,4	5,2	10,4	9,4

Kaynak: (IMF, 2017)

3.2.3.1. Yönetimli Dalgalanma

Yönetimli dalgalanma kur sisteminde kurlar ilke olarak serbest olarak dalgalanmasına karşın merkez bankası döviz alıp satarak döviz kuruna müdahale eder. Bu sistemde bazen müdahale için belirli bir bant aralığı izlenir. Parite üzerindeki dalgalanmalar parasal otoritenin kontrolü altındadır. Bu sistemde parasal

otoritenin öncelikli bir kur uygulaması veya planladığı bir döviz hedefi bulunmamakla birlikte döviz kuruna uzun vadeli süreçte müdahale edilir. Bu kur sisteminde ödemeler dengesi durumu, uluslararası rezerv miktarı, benzer piyasalardaki gelişmeler ve düzenlemeler dikkate alınmak suretiyle kur yönetiminde oranlar belirlenir. Bu kur sisteminde döviz kurlarına müdahale doğrudan ve dolaylı olmak suretiyle 2 şekilde gerçekleştirilir.

Giderek artan bir küreselleşmiş dünya ekonomisinde, döviz kurları, herhangi bir ülkenin ekonomisini ticaret dengesi yoluyla etkilemektedir. Bu açıdan, merkez bankaları veya hükümetler para birimlerinin değerini etkilemek için kurlara müdahale ettiğinden hemen hemen çoğu para birimi müdahale edilerek dalgalanır. Uluslararası Para Fonu'na göre, 2014 yılı itibariyle 82 ülke ve bölge yönetilen bir dalgalanma kullanmış veya tüm ülkelerin% 43'ünü döviz kuru rejimi türleri arasında çok sayıda oluşturmuştur. Bu sistemi uygulayan ülke sayısı serbest dalgalanma sistemini kullanan ülke sayısından daha fazladır.

3.2.3.2. Müdahalesiz Dalgalanma

Müdahalesiz dalgalanmada kurlar piyasa koşullarında arz ve talep mekanizmasına göre belirlenmektedir. Bu sistemde piyasaya herhangi bir müdahalede bulunulmamaktadır. Bu sistemde ülke döviz stokları azalırsa döviz değer kazanır, ülke döviz stokları artışında ise döviz değer kaybeder. Bu sistemin uygulandığı ülkelerde enflasyon, döviz değer kazancı sürekli hale gelir ve sonucunda devalüasyon gerçekleşir. (Sever E. , 2004)

Bu sistem her ne kadar döviz kurları değerinin piyasada serbest şekilde belirlenmesi sonucu oluşsa da, bu durumun döviz kurlarındaki değer kaybı veya kazancı ülke ekonomisi ve piyasalarına zarar vermeye başladığında piyasaya müdahale edilmeyeceği anlamına gelmemektedir. Para birimindeki değer değişiminin zararlı sonuçlara ulaşabildiği noktalarda ekonomi yönetimi kurların değerini değiştirecek işlemleri gerçekleştirebilirler.

3.2.4. Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Rejimleri ve Ekonomik Konjonktör

Türkiye’de ekonomik ve siyasi konjonktüre göre çeşitli döviz kurları denenmiştir. 1980 yılından önce sabit döviz kuru rejimi uygulanmışken, 1980 yılından sonra orta rejim ve esnek kur sistemlerini deneyimlemiştir.

3.2.4.1. 1980 Öncesi Dönem

1980’li yıllardan önceki süreçte ülkemizde etkin kaynak kullanımı ne yazık ki gerçekleştirilememiştir. Bu süreçte hükümet iç ve dış kaynakları büyük ölçüde kullanmaya çalışmasına rağmen başarılı olamamıştır. Bu süreçte ülkemiz yüksek oranda yabancı kaynaklara bağımlı hale gelmiştir. 1961 yılında ekonominin sağlıklı büyümesi ve bir program kapsamında ekonominin verimlilik kazanması için Devlet Planlama Teşkilatı kurulmuştur.

1980’li yıllara gelene kadarki süreçte Türkiye ekonomisini istikrarsızlığa sürükleyen ana nedenler aşağıdaki gibidir.

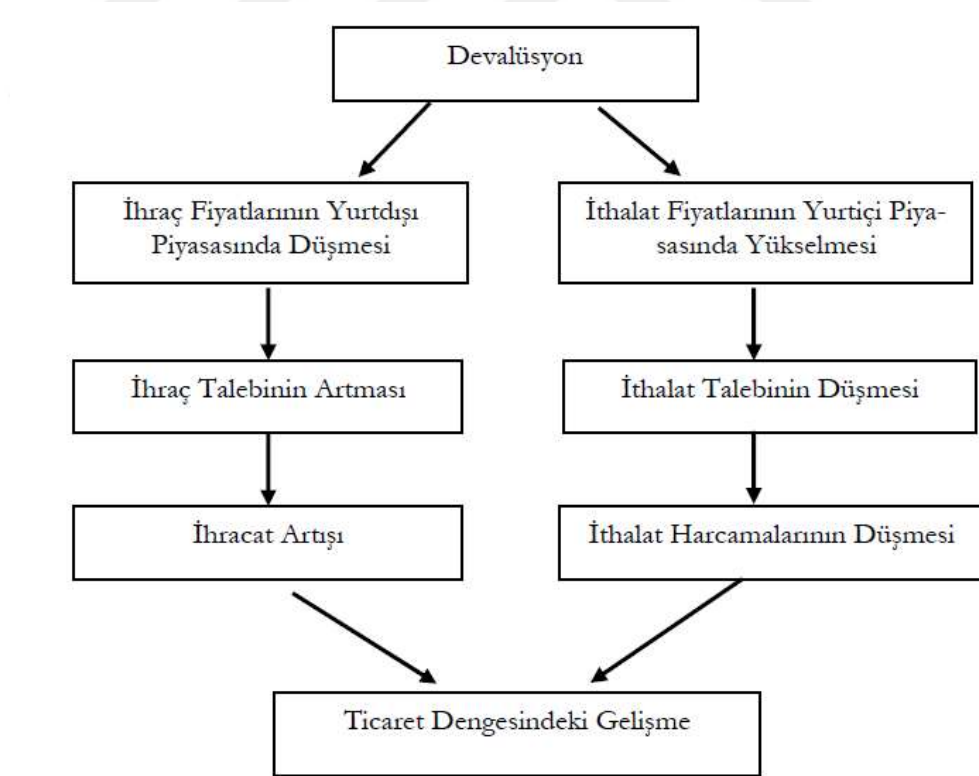
- Tarımın GSYHİ üzerindeki ağırlığı
- Tarımdaki verimliliğin düşük, istikrarsız ve tabiat şartlarına bağımlı oluşu
- Köyden şehirlere göç
- Yetersiz altyapı yatırımı
- Büyük ölçekli işletmelerin azlığı
- Taleple uyumsuz üretim yapısı
- Sektörlerde güçlü rekabetin olmaması
- Yoğun sanayi ürünü ithalatı

1980’li yıllara gelen kadar ülkemizde sabit döviz kuru sistemi deneyimlenmiştir. Bu sistemde döviz kuru TCMB tarafından belirlenmiş ve belirli bir süre Türk Lirasının değeri TCMB’nin belirlediği kurda sabitlenmiştir. Türk Lirasının değerindeki değişimler çoğunlukla değer kaybı biçimde olmuş olup bu değişim ani bir devalüasyonla gerçekleşmiştir. Devalüasyon sonucu belirlenmiş yeni parite sabit kur olarak uygulanmıştır.

1923 yılından 1950 yılına kadar süren dönemde İngiliz Sterlini referans para olarak kullanılmış olup, 1950 sonrasında Amerikan Doları referans para olarak kullanılmıştır. 1980 yılı öncesinde ödemeler dengesi sorununu çözmek adına kullanılan en önemli araç devalüasyon olmuştur.

Ülkemizde uygulanan devalüasyonların olumlu yönleri olmasına karşın ekonomiye olumsuz etkileri çoktur. Devlet Planlama Teşkilatı tarafından üzerinde çalışılan ve yayınlanan kalkınma planları kamu kesimi adına yönetmelik gibi, özel sektör adına yönlendirici özellik taşımaktadır. Toplamda 4 tane kalkınma planı ülkemizde uygulanabilmiştir.

Şekil 36: Devalüasyonun Pozitif Etkileri



Kaynak: (Altınok & Çetinkaya, 2003, s. 51)

3.1.1.1. 1980-1994 Arası Dönem

24 Ocak 1980 tarihi Türkiye ekonomi tarihindeki en kritik günlerden biridir. Bu tarihte günümüzde “24 Ocak Kararları” olarak anılan ve ekonomik sistemimizi yeniden dizayn eden bir dizi karar alınmıştır. 1980’li yıllarda yüksek enflasyon ve hızla artan hayat pahalılığı, döviz kıtlığı, temel ihtiyaç malzemelerini tedarik sıkıntısı, kuyruklar ve karaborsa, arz kıtlığı ve aksak ulaşım düzeni, enerji arzının azlığı, gelir dağılımında uçurumlar, yaygın ve uzun süren grevler, petrol kıtlığı, vergi sistemindeki düzensizlik, Kamu İktisadi Teşebbüslerinin görev zararları gibi bir çok büyük sorun sebebiyle bu tarihte Türk Lirası %33 oranında devalüe edilmiştir. (Çelebi, 2001, s. 60)

Şekil 37: 1980 öncesi Türkiye’de Yaşanan Devalüasyonlar

Dolar Kuru					
Tarih	Karardan Önce (USD/TRY)	Karardan Sonra (USD/TRY)	Oran %	Nedeni	Ekonomik Sonuçlar
7 Eylül 1946	1,3	2,82	115,4	IMF'ye girişten önce avantaj sağlama	Etkisi olmadı
4 Ağustos 1958	2,82	9	221,4	Ekonomik Kriz	Durgunluk aşıldı
10 Ağustos 1970	9	15	66,7	Ekonomik Durgunluk	Petrol krizi, devalüasyon un olumlu sonucunu etkiledi
1 Mart 1978	19,25	25	29,9	Cari İşlemler Açığı	Sonuç alınamadı
10 Haziran 1979	26,5	47,1	77,7	Cari İşlemler Açığı	Sonuç alınamadı

Kaynak: (Altınok & Çetinkaya, 2003, s. 63)

24 Ocak kararlarına göre o zamanki enflasyon talep yönlü bir enflasyondur. Bunu o zaman yürürlüğe konan makroekonomik istikrar programından anlayabiliyoruz.

1970’li yıllardan itibaren gerçekleşen nominal talep fazlalığının da nedeni parasal genişlemedir.

Ekonomi yönetimi enflasyonu dizginlemek adına iç talebi küçültme yoluna gitti. Bu yöntem başarılı olamadı çünkü önceki dönemde yapılan hamleler iç piyasalarda fiyat mekanizmasını bozmuş ve bu sebeple kamu malları ve petrol fiyatları artmıştı. Benzer sebeple yapılan devalüasyon ise ithal ağırlıklı üretim yapan sanayi firmalarının maliyetleri aşırı miktarda artırdı. Ayrıca ülke dışından gelen petrol arz şoku sebebiyle 1980 yılında çok yüksek enflasyon oranına şahit olundu. %101 mertebesinde gerçekleşen enflasyon ekonomi ve hane halkını çok zorladı. Ekonomi yönetimi istikrar programının yürürlüğe alınmasını takriben fiyatlar genel düzeyindeki yükselmeyi umursamadı. Bu durumun fiyat dengesinin piyasa mekanizmasıyla gerçekleşeceğine olan inanç gerçekleştiği ortadadır. Takribi iki yıl içerisinde fiyat istikrarı sağlanmaya başladı. 1982 yılındaki enflasyon düzeyinin 1979 yılına kıyasla yarı yarıya az olması bu teoriyi onaylamaktadır. (Doğruel & Doğruel, 2005, s. 195)

24 Ocak 1980 tarihinde yapılan devalüasyonun amacı enflasyon oranını düşürmek, zarar eden KİT’lerin iş tasarımlarını gözden geçirmek, döviz açığını kapatmak dış ticaret dengesini sağlamak, sermaye piyasasını düzenlemek ve yatırımları artırmak gibi çeşitlidir. Bu kararlar uygulanan program kısa vadede istikrar sağlayıcı önlemlere ek olarak uzun vadede uygulanması için gerekli bir kalkınma stratejisi ortaya koymuş olup bu strateji büyük ölçüde başarılı olmuştur. (Çelebi, 2001, s. 61)

Türkiye’de 24 Ocak kararları ile amaçlanan ülke kalkınmasında yeni bir dönemi başlatmak, dış dengeyi sağlamak ve dünya piyasalarında rekabet edebilecek bir sanayi yapısına kavuşmaktır. Bu amaçtan hareketle yeni bir döviz kuru sisteminin seçimi gündeme gelmiştir. Kur seçiminde 1980 öncesinde geçerli olan sanayinin korunması endişelerinin yerine dış rekabete uyum ana hedef olarak seçilmiştir. (Subaşı Ertekin, 2001) 24 Ocak kararlarıyla birlikte ekonomi yeni bir konjonktörle yönetilmeye başlanmıştır. Sabit döviz kuru sistemi terkedilmiş, döviz kurlarının piyasada belirlendiği ancak TCMB’nin sürekli müdahaleleriyle kontrol ettiği müdahaleli dalgalı döviz kuru rejimine geçilmiştir.

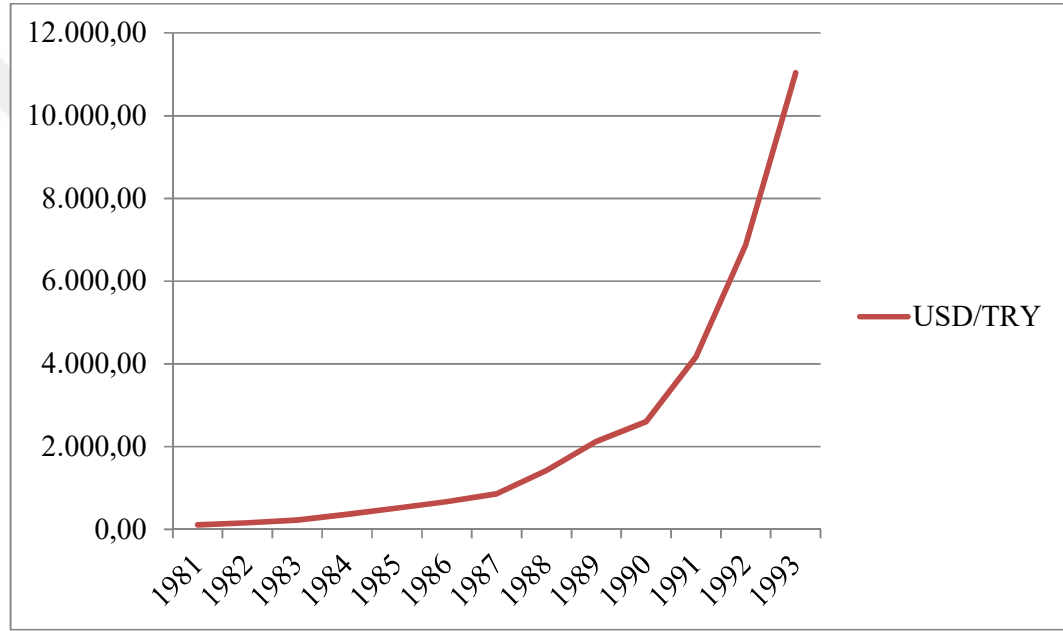
1980 yılında hazırlanan TCMB raporunda 24 Ocak kararlarına ilişkin temel ilkeler aşağıdaki gibi listelenmiştir:

- Makro düzeyde gerçekçi ve istikrarlı kararlar almak için etkili ekonomik kadro ve yönetimi
- Fiyat istikrarının sağlanması. Enflasyonun ekonomik büyümeye göre önceliklendirilmesi
- Mevcut atıl kapasite kullanımına yönelme. Yeni yatırımların arka plana alınması.
- Realist kur politikasının uygulamaya alınması ve ihracat hacminin artırılması
- Realist bir faiz politikasının uygulamaya alınması vasıtasıyla mali kurumlar vasıtasıyla tasarruflara öncelik verilmesi
- Kamu iç borçlanma açığının kapatılması. Yabancı yatırımcılara çeşitli teşvikler sunulması yoluyla yatırımlarda artışın sağlanması. (Doğruel & Doğruel, 2005, s. 197)

1988 yılında mali piyasalarda yapılan bir değişiklik sonucunda döviz kurlarının piyasa koşulları altında tespiti sistemi uygulanmaya başlamıştır. Bu amaçla Merkez Bankası bünyesinde Döviz ve Efektif Piyasaları kurulmuştur. Günümüzdeki kur rejimini ve kur politikasına ilişkin önemli olaylardan biri 11 Ağustos 1989 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanan TPKK Hakkında 32 Sayılı Karar’dır. 32 Sayılı Karar sonucunda ülkemiz tam konvertibilite sistemine geçmiştir. Bu karar sonucunda Türkiye’de yerleşik kişiler istedikleri miktarda döviz satın alma, satma, yurtdışına transfer etme yetkisine sahip oldu. Bu karar sayesinde, ilgili işlemleri bankalar, özel finans kurumları ve yetkili müesseselerden gerçekleştirebilme yetkisine haiz oldular. 32 sayılı karar sayesinde borsa ve menkul kıymetlerde alım satım işlemlerindeki kısıtlamalar da azaltılmış, yabancılara Türk borsalarında işlem hakkı getirilmiştir. Ayrıca, Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışından kredi almalarını ve Türk bankalarının döviz kredisi kullandırımlarına ilişkin kurallar da esnetilmiştir. Bu karar sonucunda sermaye hareketleri serbestleşmiş, 1989 ve 1990 yıllarında kısa vadeli sermaye girişi hızlanmıştır. TL bu sermaye girişi sonrası reel olarak değer kazanmıştır. 1991’de Körfez Krizi sonucunda net kısa vadeli sermaye çıkışı olmuş,

bu TL'nin değeri kaybetmesiyle sonuçlanmıştır. 1992'de kurlardaki dalgalanma önemli miktarda engellenmiştir. 1993'ün sonlarından itibaren piyasadaki bol TL arzı, piyasa faizleri üzerine yapılan baskı ve açık pozisyon kapama amaçlı döviz talebi, döviz kurlarının üzerinde baskı oluşturmuş, bu baskı 1994 krizinin temelini oluşturmuştur. (Arat, 2003, s. 39)

Şekil 38: 1981-1993 Yılları Arası USD/TRY Değişimi

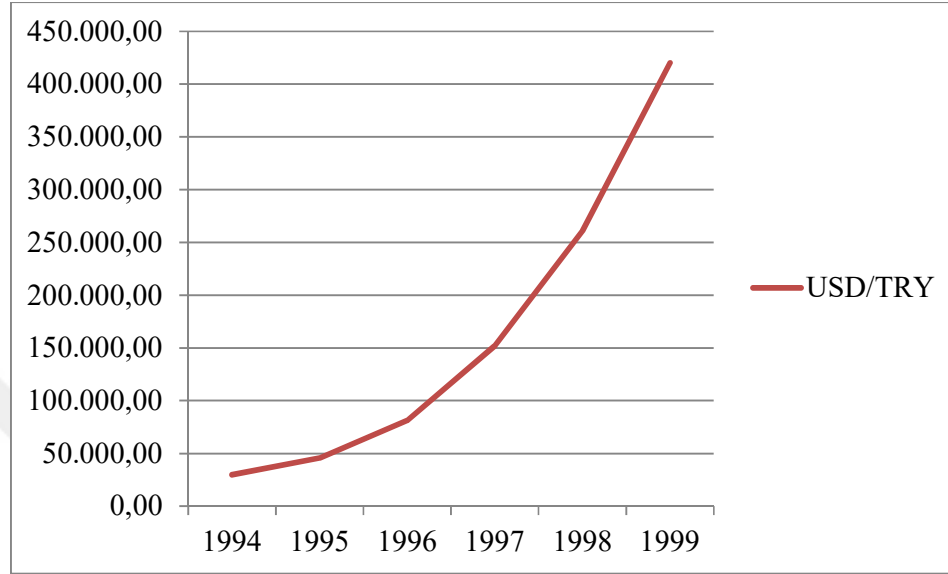


Kaynak:EVDS

3.1.1.2. 1994-1999 Arası Dönem

Türkiye'de 90'lı yıllar olarak anılan dönem tam olarak bu yılları kapsamaktadır. 1990-2000 yılları arasında, Türkiye en derin krizini 1994 yılında yaşamıştır. Bu yıldan önce kamu gelirleri kamu kesimi faiz dışı harcamalarından daha düşük gerçekleşmiştir. Bir diğer tanımla, kamu kesimi gelirlerinden daha fazlasını harcamıştır. Kriz sonrası kısmi ama yeterli olmayan iyileşmeler yapılmış, neticesinde Türkiye krizden çıkabilmiştir. (Celasun, 2002, s. 7). Türkiye, kriz sebebiyle yılın başında %14 oranında bir devalüasyon yaşamış ve takip eden aylarda TL'nin değeri kaybı devam etmiştir.

Şekil 39: 1994 -1999 Yılları Arası USD/TRY Değişimi



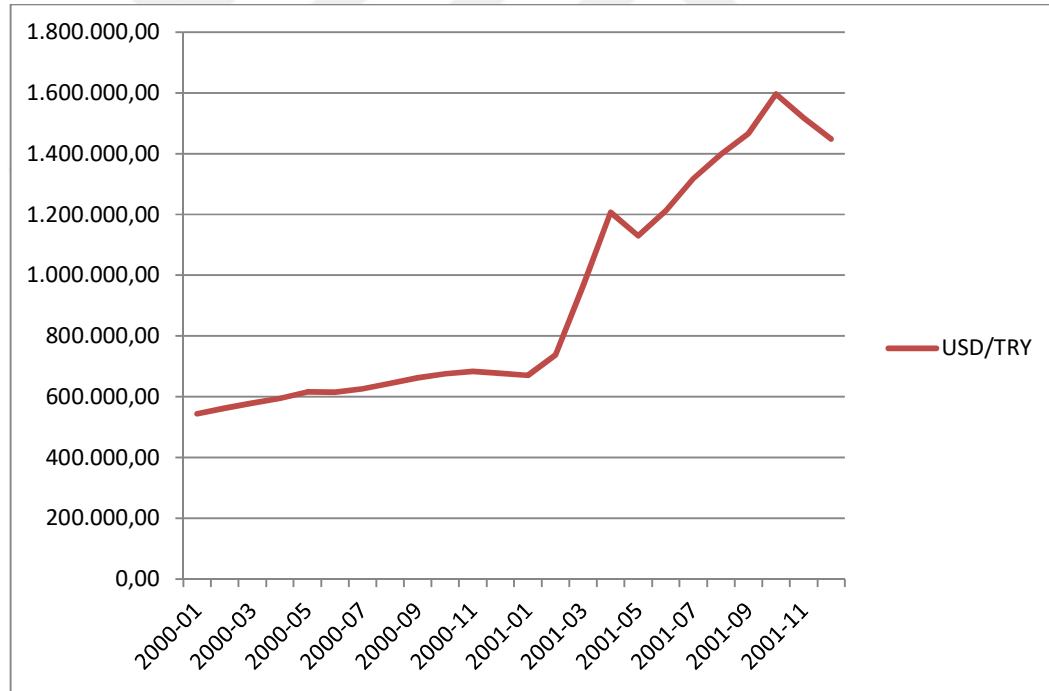
Kaynak:EVDS

5 Nisan 1994 tarihinde belli ekonomik tedbirler uygulanmaya başlanmıştır. Bu tedbirler ticari ve gayri ticari işlemlere ilişkin olarak yapılan döviz ve efektif alım-satımlarında uygulanacak döviz kurlarının bankalar, yetkili müesseseler, özel finans kurumları ve PTT’ce piyasa kuralları dahilinde serbestçe belirleneceğini üzerinedir. Bu düzenlemenin anlamı kurların piyasa oyuncuları tarafından serbestçe belirlenebilmesidir. Bu tarihten itibaren TCMB kurları kendisi belirlememekte, sadece ticari ve 3. şahıs ilişkilerinde fikir verme amaçlı gösterge niteliğindeki kurları resmi gazetede ilan etmeye başlamıştır. Günümüzde bu uygulama resmi gazetede devam etmektedir. (Arat, 2003, s. 40)’a göre 1994 yılında yürürlüğe konan istikrar programında yer alan kur politikasının, enflasyonun düşürülmesi için nominal çapa olarak kullanılması öngörülmüştür. 1995 yılında IMF ile yapılan stand-by anlaşması sonrasında USD ve Mark içeren sepet üzerinden belirlenen kur sepetinin aylık değerinin öngörülen aylık enflasyon kadar artırılmasına karar verilmiştir. Bu uygulama 1996,1997 ve 1998 yıllarında devam etmiş, döviz kuru politikalarında büyük çaplı değişiklikler yapılmamıştır. Belirtilen zaman diliminde döviz kuru politikası para politikası ve finansal sistemin istikrar sağlayıcı enstrümanı işlevi görmüştür. (Teker, 2018, s. 37)

3.1.1.3. 2000 – 2005 Arası Dönem

Celasun’a göre 2000 yılı Türkiye için hem canlanma hem de çöküş yılıdır. 1999 yılından itibaren ekonomik görünüm çok kötüyken ekonomide uygulanan Enflasyonu Düşürme Programı adıyla uygulanan ve IMF’nin desteklediği 3 yıl vadeli program döviz kurunu nominal çapa olarak kullanan para ve kur politikası ve bununla beraber çeşitli yapısal reform içermekteydi (Celasun, 2002, s. 13). Bu program sayesinde ülkeye yabancı sermaye girişi oldu fakat enflasyon istenildiği kadar hızlı azalmadı. Reel kur değerlendirildi ve ithalatın hızla artması sonucunda dış ticaret açığı büyük boyutlara ulaştı. Bu sorunlar Türkiye’yi 2001 krizine sürükledi.

Şekil 40: 2000-2001 Arası USD/TRY Değişimi



Kaynak:EVDS

2000 yılında Türkiye’de bant içinde dalgalanma şeklinde orta rejim kur sistemine geçilmiştir. Fakat sistem kalıcı olmamıştır. 2001 krizi sonrasında ülkemiz dalgalı kur rejimine geçmiş ve halen bu kur sistemi uygulanmaktadır. (Eğilmez, 2018) TCMB dalgalı kur rejiminde döviz kurunu politika aracı olarak kullanmamakta olup, herhangi bir kur hedefi de belirlememektedir. Banka fiyat istikrarını bozacak riskleri

gidermek adına döviz kuru fiyatlamalarına, Türk Lirasının aşırı değer artışı ve azalışlarını azaltacak tedbirler almaktadır. (TCMB, 2019)

2001 ekonomik krizi ardından “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” uygulamaya konulmuştur. Yürürlüğe konan bu programın amacı finans sektörünün kırılganlığının azaltılması ve güçlendirilmesi, faiz oranları ve döviz kurlarının istikrara kavuşturulması, yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve sürdürülebilir büyümenin gerçekleştirilmesidir. Program yürürlüğe girdikten sonra 2002 yıl sonu TÜFE %29,7 ve TEFE %30 olarak gerçekleşmiş, bu sayede uygulanan programa, para otoritesi ve siyasi otorite arasındaki uyuma olan güven tesis edilmiş ve enflasyon ile mücadelede başarılı olunacağına dair inanç artmıştır. (PEKER, 2011, s. 493)

2001 krizi sonrası büyük miktarda küçülen ekonomi alınan önlemler ve yapısal reformlar sayesinde büyüme sürecine girmiştir. Enflasyon ile mücadele, dış borçların azaltılması ve sürdürülebilir büyüme hedeflenmiş olup, enflasyon oranlarında beklenen ve hedeflenenden daha hızlı bir iyileşme gerçekleşmiştir. Program sonucu hedeflere ulaşılması, fiyat istikrarı hedefinin de tutturulacağına dair ekonomik birimlere olan inancı artırmış, kapasite kullanımındaki artış ve fiyatlar üzerindeki baskının olmaması Türk Lirası’nın değer kazanması enflasyon ile mücadeleye olumlu katkıda bulunmuştur. (TOBB, 2005, s. 60)

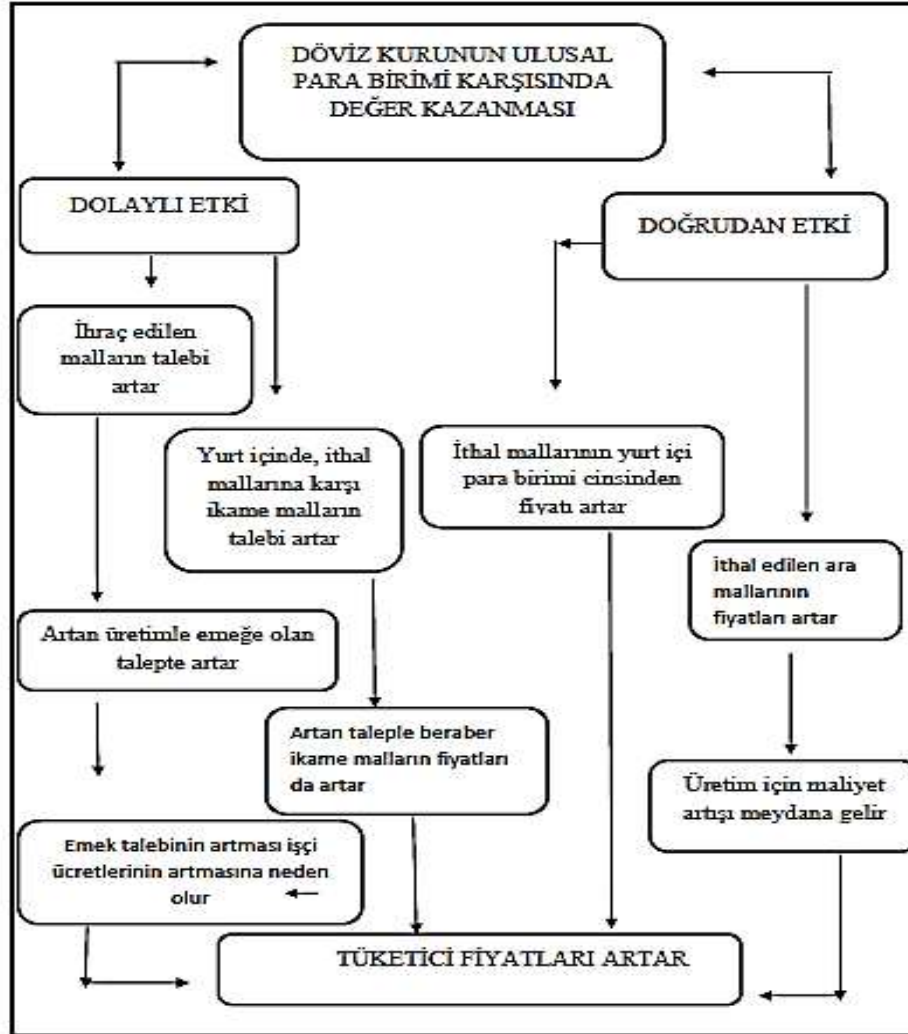
3.1.2. Döviz Kurlarının Yurtiçi Fiyatlara Geçiş Etkisi

Döviz kurlarındaki değişimin yurtiçi fiyatları üzerinde etki yaratmasına geçiş etkisi denir. Döviz kuru geçişkenliği ithalat ve ihracat yapan ülkeler arasındaki döviz kurunda meydana gelen %1 oranındaki değişimin ithal ürünler üzerinde sebep olduğu yüzde değişimdir. Bir diğer anlatımla geçiş etkisi ulusal paranın döviz karşısındaki değer kaybı veya kazancının enflasyona ne oranda yansıdığını gösteren değişkendir. (ALPTEKİN, YILMAZ, & TAŞ, 2016, s. 2)

Nominal döviz kurunda meydana gelen değişimlerin yurt içi fiyatları etkileme gücü geçiş etkisinin derecesi olarak tanımlanmaktadır. Örneğin nominal döviz kurlarında belirli bir oranda artış meydana gelmesiyle, ihraç edilen ürünlerin yabancı para birimi cinsinden fiyatları düşmüş, ithal edilen ürünlerin ise yerli para birimi

cinsinden aynı oranda artış kaydetmiş ise bu duruma tam geçiş etkisi denilmektedir.
(Seyidoğlu, 2007, s. 422)

Şekil 41: Döviz Kuru – Tüketici Fiyatları İlişkisi



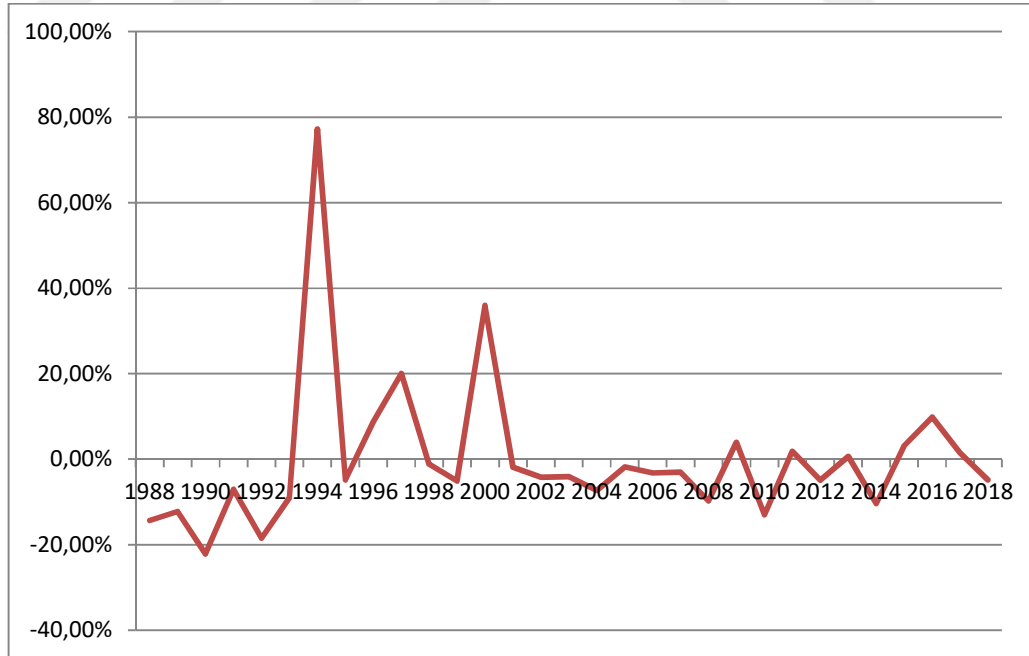
Kaynak: (Damar, 2010, s. 10)

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

VERİ ANALİZİ

Enflasyon hedeflemesi rejiminin en önemli sacayaklarından biri enflasyon beklentilerini yönetebilmektir. Merkez Bankaları enflasyon hedeflerini birkaç yıl arka arkaya yakaladıkları takdirde enflasyon beklentilerini de yönetmeye ve yönlendirebilmeyi başarmaktadırlar. Aşağıdaki grafikte 1988 ile 2018 yılları arasındaki yılbaşındaki enflasyon beklentileri ile yıl sonu gerçekleşen enflasyon arasındaki farklar analiz edilmiştir. TCMB 2002 yılında örtük 2006 yılında ise açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiştir.

Şekil 42: 1988 - 2018 Arası Enflasyon Beklentisi ile Sene Sonu Enflasyonu Arasındaki Yüzdesel Fark



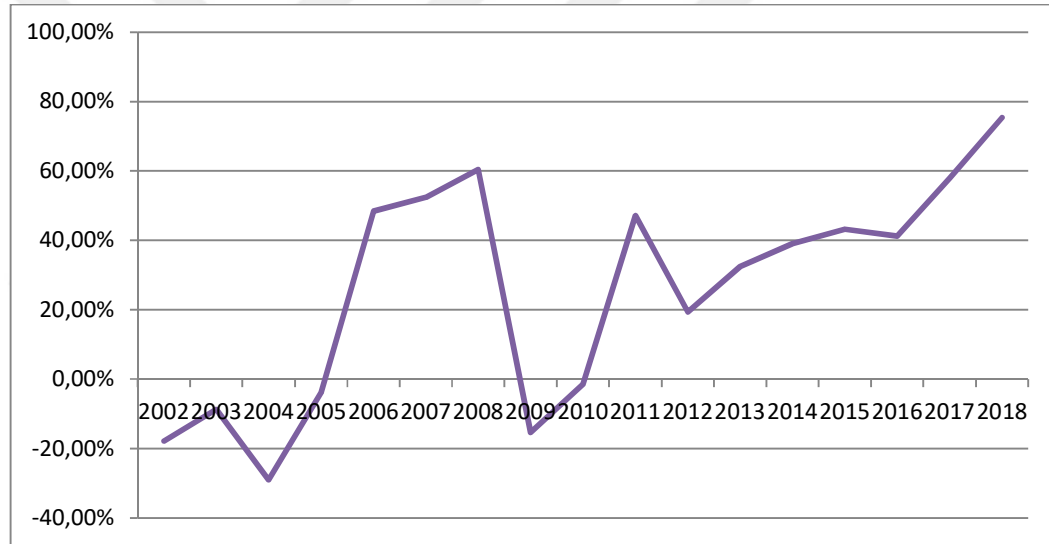
Kaynak: EVDS

Son yıllarda enflasyon beklentisi ile gerçekleşen enflasyon arasındaki farkın artışı da göze çarpmaktadır. Bunun en önemli nedeni 2014 yılından itibaren başlayan

hareketli döviz kurlarıdır. Kurlardaki dengesiz değişimler maliyet artışı sebebiyle fiyatlara yansımış, enflasyon beklentilerinin isabetsiz olmasına yol açmıştır.

Bir ekonomide enflasyon düşükse enflasyon beklentilerini kırmak nispeten daha zordur. Ayrıca enflasyonu düşürmek adına yapılan müdahalelerde, gerçekleşen enflasyonu %10 mertebesine çekmek konusunda harcanacak efor, %10'un altında tutmak ve daha da düşürmekten daha azdır. Yani bir diğer anlatımla, %12 olan enflasyonu %10'a çekmek, %10 olan enflasyonu %8'e çekmekten kolaydır.

Şekil 43: 2002-2018 Enflasyon Hedefi ile Yıl Sonu Enflasyon Yüzdesel Fark



Kaynak: EVDS

Merkez Bankası 2001 krizi sonrasında dalgalı kur rejimine geçmiştir. Dalgalı kur rejimi ve serbest sermaye hareketi uygulanan bir ekonomide teoriye göre maliye politikası tam etkinsiz ve para politikası tam etkindir. Teoride böyle iken gerçekte maliye politikası az da olsa etkindir. Ancak yine de para politikası maliye politikasına göre çok daha etkindir. Merkez bankasının para politikasına hakim olabilmesi ve piyasada yapıcı bir rol oynayabilmesi için güçlü bir görünüm sergilemesi gerekmektedir. Merkez bankasını güçlü yapan etkenlerden biri de rezerv miktarıdır. Yüksek rezervler bankayı güçlü kılmakta, para piyasalarında aktif olmasını sağlamaktadır.

Şekil 43'teki grafikte gerçekleşen enflasyon ile merkez bankasının belirlediği enflasyon hedefi arasındaki sapmalar incelenmiştir. 2002 yılında örtük enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankası 2005 yılına kadar enflasyon hedeflerini tutturmuştur. 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçen banka bu süre zarfında başarısız bir görünüm sergilemiş, yalnızca 2009 yılında hedefini tutturabilmiştir. Bankanın 2009 yılında hedefi tutturabilmesinin nedeni o sene yapılan hedefteki yükselme yükselme, kur artışının olmaması, global kriz (2008 sub prime mortgage krizi) sebebiyle ihracatın azalması ve ihracattaki daralma sebebiyle milli gelirdeki azalıştır. 2008 krizinde global anlamda talep düşüşü olmuştur. Türkiye'nin en büyük ihracatçı sektörü olan otomotivde küresel kriz sebebiyle ihracat almıştır. 2009 yılında ekonomi %4,7 oranında küçüldü. TCMB enflasyon hedefini yükseltti.

Türkiye ekonomisindeki enflasyon 2 ana faktör üzerinde şekillenmektedir. Bunlar kurdaki değişim ve talepteki değişimdir. Kurlardaki artış enflasyonu maliyet artışı kanalıyla, talepteki artış da talep enflasyonu kanalıyla yukarı çekmektedir. Enflasyon hedeflemesi rejiminde hedefin tespiti, kullandığın para politikası araçları, strateji ve hedef arasındaki korelasyon ve uyum çok önemlidir. Ayrıca hane halkı ve ekonomik paydaşlara iletişim kanallarını aktif kullanarak güçlü bir bağ kurulması önemlidir. Merkez Bankaları hedefini tutturdukça güvenilirliği artacağından hedefi tutturmak önemlidir.

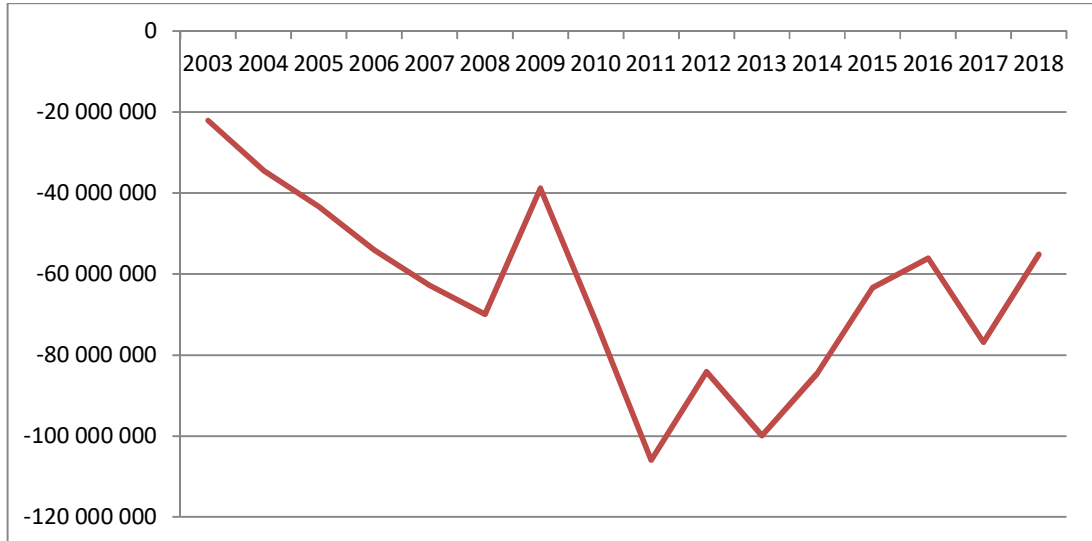
Merkez Bankasının 17 yıllık enflasyon hedeflemesi geçmişini incelediğimiz zaman 17 yılda sadece 5 kez hedefi tutturduğunu görmekteyiz. Buradan bankanın hedefini belirlerken rasyonel davranmadığı sonucu çıkmaktadır. 2012-2017 yılları arasında enflasyon %6 ile %9 arasında dalgalanmasına karşın merkez bankası hedefini bu seviyelerde belirlememiştir. Bu zaman zarfında enflasyon %7,5-%8 arasında çapalamıştır. Merkez bankası bu seviyelerde hedef belirlemiş olsaydı hedefini kolayca tutturacak, başarılı bir görünüm sergileyecektir. Enflasyon hedeflemesi rejiminde konulan hedef çok önemlidir. Hedef tutmadıkça bankanın inandırıcılığı ve güvenilirliği azalmaktadır. Ayrıca tutmayan hedefler bankanın enflasyon beklentilerini yönetme konusunda da zaafa uğramasına sebep olmaktadır. Sonuç olarak bu süreç bir kısır döngüye dönüşmektedir. Tutmayan enflasyon hedefi

enflasyon beklentilerinin yönetilememesine sebep olmakta, enflasyon beklentilerinin yönetilememesi de hedefin tutturulamamasına sebep olmaktadır. 2001 krizi ve arkasından gelen sert enflasyonla mücadele sonucunda enflasyonu düşürmüştür.

TCMB'nin örtük enflasyon hedeflemesi uyguladığı süreçte konulan hedefler sonraki süreçlere kıyasla daha yüksektir. Bu durum sıkı maliye politikasına ve ekonomik durgunluğa işaret etmektedir. Akabinde gerçekleşen enflasyonlar daha düşük çıkmıştır.

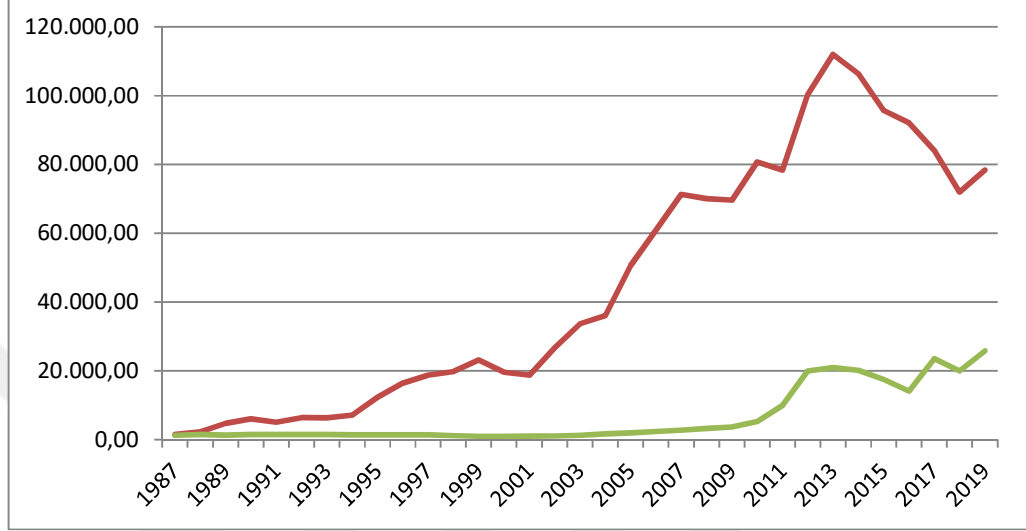
Sonuç olarak, bir ekonomide fiyatları üreticiler ve tüketiciler belirlemektedir. Fiyatlar belirlenirken, sözleşmeler imzalanırken veya ücret sözleşmesinde belirli bir zam yapılacak iken, kira artışlarında ekonomi paydaşları merkez bankasının enflasyon hedefine göre hareket etmiyorlarsa merkez bankasına güvenmiyorlar demektir. TCMB %5 enflasyon hedeflerken ücret sözleşmesi %10 zam artışını öngörüyorsa ekonomi paydaşlarının enflasyon beklentisi de %10 demektir. Eğer merkez bankası enflasyon beklentisine yön verebilmek istiyorsa ilk yapması gereken şey enflasyon hedefini birkaç yıl boyunca tutturmaktır.

Şekil 44: 2003-2018 Yılları Dış Ticaret Açığı



Kaynak: EVDS

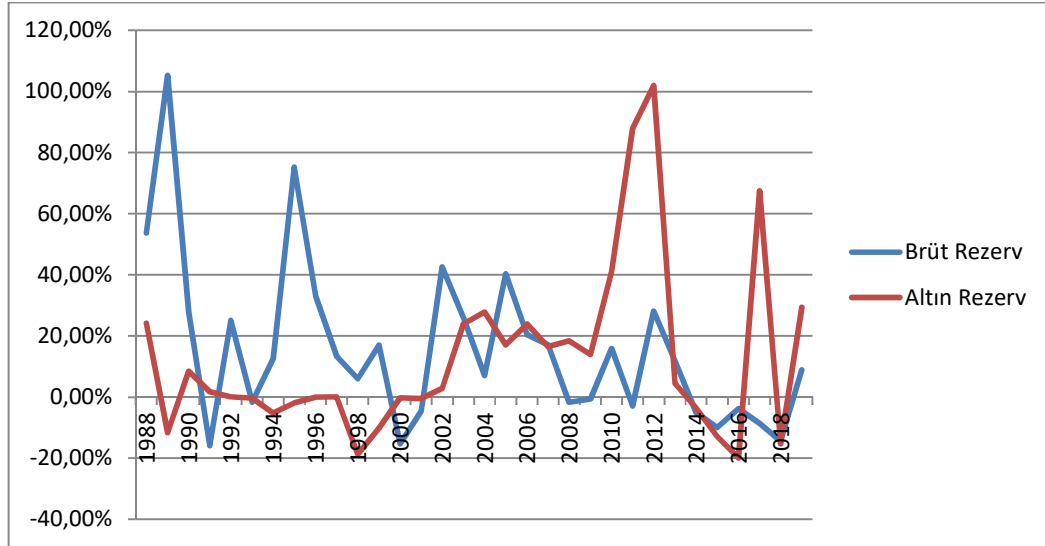
Şekil 45:1987-2019 Tarihleri TCMB Brüt ve Altın Rezervleri (mio USD)



Kaynak: EVDS

Merkez Bankasına güç veren en önemli enstrümanlardan biri güçlü rezervdir. TCMB 2015 yılına kadar kademeli olarak rezervlerini artırmıştır. 2015 yılından itibaren brüt rezervlerinde düşüş gözlenmektedir.

Şekil 46: 1987-2019 Tarihleri TCMB Brüt ve Altın Rezervleri Oransal Değişimi

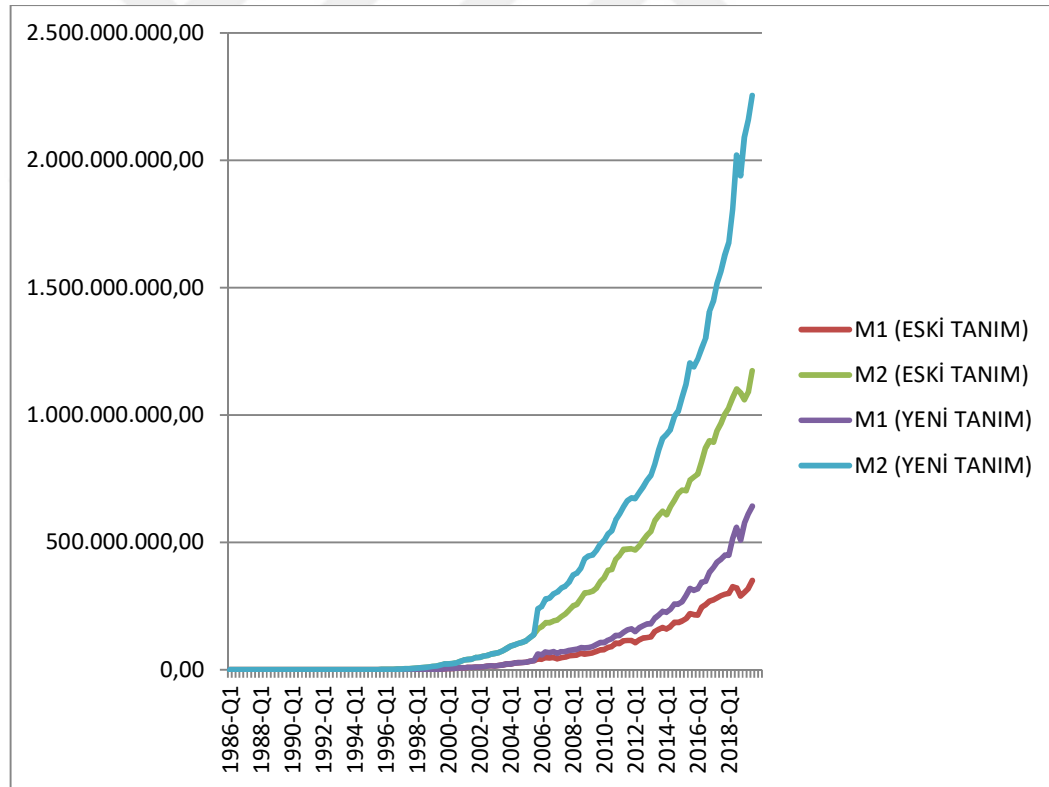


Kaynak: EVDS

Bu durumun en önemli nedenlerinden biri Türkiye’de serbest döviz kuru politikası uygulanmasına karşın TCMB dövizini stabil halde tutabilmek için rezervlerinden feragat etmiştir.

Ayrıca, Banka 2011 yılından itibaren de diğer merkez bankaları gibi altın rezervine yönelmiştir. Altın rezervlerine dünya genelindeki merkez bankaları tarafından ilgi artmaktadır. Bunun en önemli nedeni merkez bankalarının global bir ekonomik daralma beklentisidir. Bu süreçte altın bir klasik olarak güvenli liman rolündedir. TCMB’nin brüt rezervlerinin azalmasına rağmen altın rezervlerinin artması diğer rezervlerinde büyük azalmalar olduğunu bize göstermektedir.

Şekil 47 1987-2019 Arası M1 ve M2 Eski ve Yeni Tanım Değişimleri

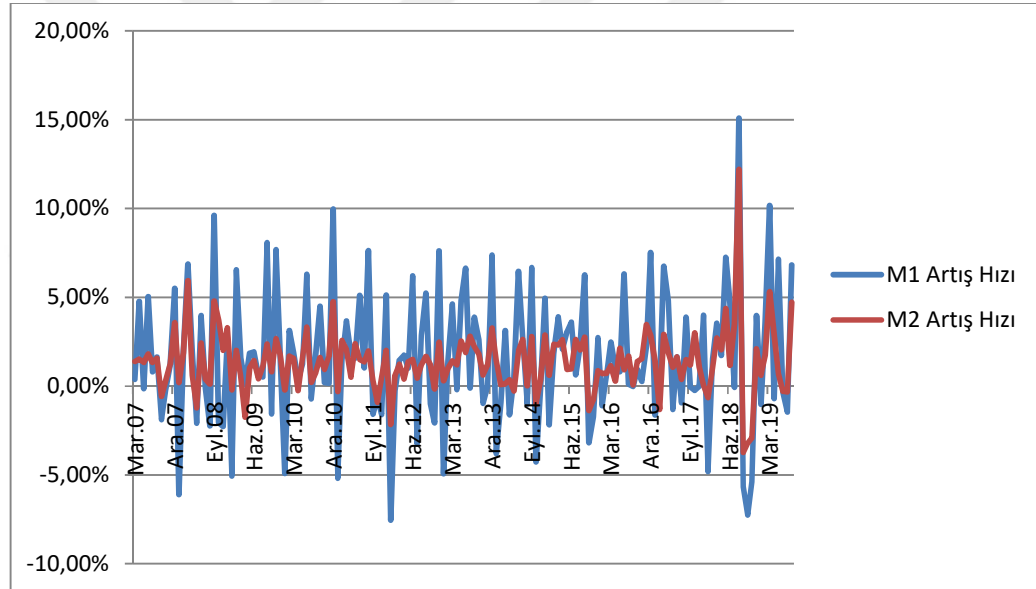


Kaynak: EVDS

Eski para tanımında sadece Türk Lirası mevduat türleri para tanımına dahildi. Fakat yeni para tanımında yabancı para mevduatlar ve kıymetli maden mevduatlar da para tanımına eklendiğinde Şekil 48’teki benzeri bir fark oluşmaktadır. Yıllar içerisinde

döviz mevduatlarına olan talep arttığından yeni para tanımı ile eski para tanımı arasındaki fark artmıştır. 2014 yılında yabancı para veya kıymetli maden mevduatlarındaki artış sebebiyle eski para tanımı ile yeni para tanımı arasındaki fark büyümüş, bu fark 2018 yılında maksimum değerine ulaşmıştır. Ayrıca M2 para tanımı içerisindeki eski-yeni para tanımı arasındaki fark M1'e göre daha büyüktür. Bunun nedeni hane halkı ve tasarruf sahiplerinin vadeli mevduattaki tercihlerinin yabancı para veya kıymetli maden olmasındandır. Bu durum ülkemizde dolarizasyonun arttığının işaretidir.

Şekil 48: 2007-2019 Arası M1 ve M2 Değişim Hızları



Kaynak: EVDS

Eski para tanımıyla yeni para tanımları arasındaki fark yeni para tanımına yabancı para ve kıymetli maden mevduatlarının da yer almasıdır. Eski tanıma ait olan M1 üzerinde merkez bankasının kontrolü daha kolaydı çünkü bu para tanımının içeriğinde sadece Türk Lirası mevcuttu. Yeni tanıma merkez bankasının kolayca müdahale edemeyeceği yabancı para ve kıymetli maden unsuru da eklenmesi suretiyle merkez bankasının M1 üzerindeki kontrolü zorlaşmıştır. Şekil 48'deki grafikte 2007 yılından 2019 yılına kadarki yeni tanım M1 ve M2 hareketlerine incelendiğinden M1 ve M2 para arzının her sene yüksek oranlarda dalgalandığını

görülmektedir. Bu durum merkez bankasının para arzı üzerinde hiçbir kontrolünün olmadığını göstermektedir. Ayrıca 2018 yılında yaşanan ekonomik sıkıntının para arzında da aşırı bir oynaklığa yol açtığı da açıkça ortadadır. Döviz kurundaki yüksek oranlı artış önce M1 ve M2'nin aşırı artışına yol açmış, ardından döviz kuru dengelenince de M1 ve M2 büyük bir düşüşe geçmiştir. Para arzının yıllar ardınca dalgalanmalarının boyutu arttıkça Merkez Bankasının para arzına ne kadar az hakim olduğu görülmektedir. Dalga ne kadar düşük olursa da Merkez Bankasının para arzı üzerindeki o kadar yüksek ve etkindir denilebilir. Enflasyon hedeflemesi rejimine geçildikten sonra para arzının kontrolü Merkez Bankasının elinden çıkmıştır. Hatta yalnızca para arzı üzerinde değil Merkez Bankasının parasal taban üzerindeki etkisi de azalmıştır. Parasal taban dolaşımdaki para ve bankaların merkez bankası hesaplarında tuttuğu mevduat zorunlu karşılıkları paralardan mütevellit oluşmaktadır.

Bahsi geçen banka rezervleri zorunlu karşılık oranlarına bağlıdır. Bankacılık sisteminde bankalar topladıkları mevduatları kullanarak kredi yaratmakta krediler de tekrar mevduata dönüşmektedir. Geleneksel Para arzının özü dolaşımdaki para ile vadesiz mevduattır. Dolaşımdaki para yani emisyon Merkez Bankasının kontrolündedir. Piyasadaki bankalar tarafından yaratılan kaydi para ise para çarpanı formülüyle bulunur.

$$m = \frac{1 + c}{r + e + c}$$

Bu denklemde m para arzı çarpanını, c nakdin mevduata oranını, r zorunlu karşılık oranının mevduata oranını, e serbest veya fazla rezervin mevduata oranını sembolize etmektedir. Serbest mevduat bankaların kanunen zorunlu olanın haricinde kendisi için sakladığı rezervlerdir. Yani banka mevduatların bir kısmını kendi tercihiyle kasasında saklamaktadır. Banka bu parayı kredi olarak kullanırmamaktadır, fakat olası sıkıntılı durumlar için kendisine likidite sağlamış olmaktadır. Riskin yüksek ve belirsizliğin yoğun olduğu durumlarda ayrıca batık krediler gibi sorunlu durumlar sebebiyle ayrılan karşılıklar için banka bu serbest rezervi kullanabilmektedir. Serbest rezervlerdeki artış bankanın kullandığı krediyi azaltmakta, bu durum piyasada dolaşan para miktarını ve sonuç olarak yeniden mevduat miktarını düşürmektedir.

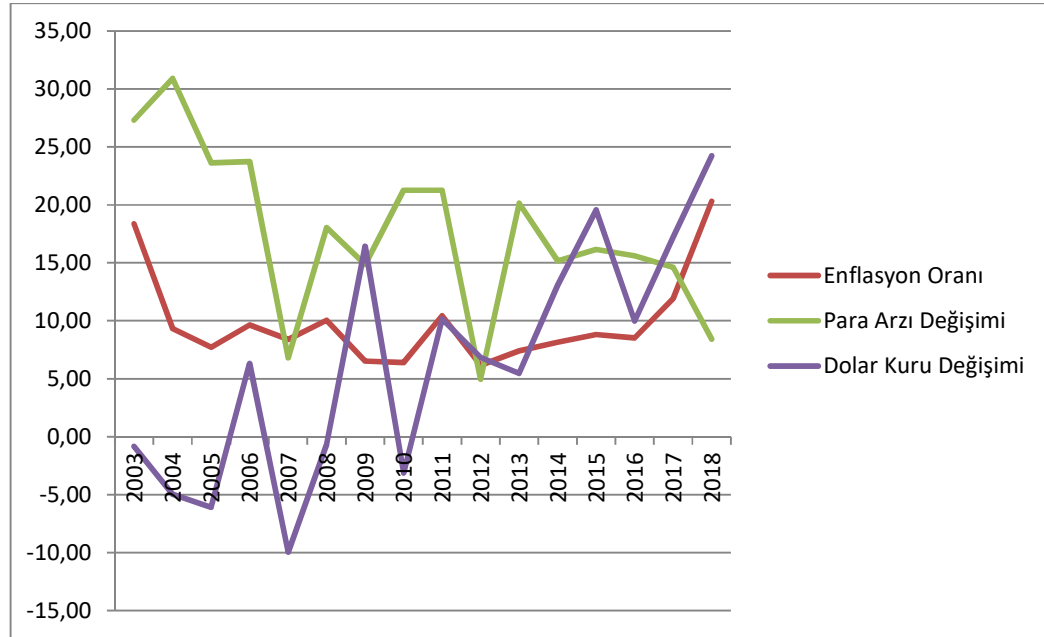
Kredi piyasaya girdikten sonra tekrar mevduata dönmektedir. Dolayısıyla bankacılık sisteminde mevduat kontrol edildiği takdirde zorunlu karşılık oranıyla kredi miktarı da kontrol edilebilmektedir. Fakat bu durum sadece zorunlu karşılık oranındaki değişimlerle belirlenememektedir. Bankaların stratejisi ve pozisyonları da kredi miktarı üzerinde büyük etkiye sahiptir. Geleneksel tanımda Merkez Bankasının M1 para arzı üzerindeki etkisi yüzde 90'dan fazladır. Geniş anlamda para arzında ise vadeli mevduatlar bir faktör olarak denkleme girdiğinden ve vadeli mevduatı etkileyen Merkez Bankası dışındaki etmenler Merkez Bankasının M2 üzerindeki etkisini büyük ölçüde azaltmaktadır. Vadeli mevduat miktarını belirleyen başka değişkenler enflasyon beklentisi, mevduatın faiz getirisi, ekonominin büyüme konjonktörü v.s. unsurlardır. Vadeli mevduat bir tasarruf sonucu olduğundan mudilerin faiz beklentisi çok önemlidir. Ayrıca yeni tanımda yabancı para mevduatların da oluşu devalüasyon beklentisi, kurun değer kazanma beklentisi, faiz beklentisi, Türkiye'deki faiz oranı ve yurtdışı faiz oranı gibi değişkenleri ön plana çıkarmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi rejiminde Merkez Bankası M1 ve M2 üzerinde etkin olmadığı gibi parasal taban üzerinde bile sınırlı kontrole sahiptir. Rezervler ve zorunlu karşılıklar kendi dışındaki faktörler tarafından belirlenip Bankanın kasasına aktarılmasına karşın banka sadece dolanımdaki parayı kendisi belirleyebilmektedir. Sabit kur rejiminde dışarıdan sermaye girişi olduğunda kurun değer kaybetmemesi adına bankanın parasal tabanı kullanıp kurun değerini koruması gerekmektedir. Sermaye çıkışı olduğunda ise bankanın rezervlerindeki döviz satmak suretiyle yine döviz kurunu dengede tutması gerekmektedir. Yoğun sermaye çıkışı karşısındaki bankanın gücünün yabancı para rezerv miktarı olduğu açıktır. Rezervlerdeki noksanlık bankanın kuru sabit tutamaması sorununa yol açacaktır. Banka döviz kurunu kontrol ederken sıcak sermaye girişi parasal tabanı artırmakta, ülkeden çıkan sıcak sermaye ise parasal tabanı azaltmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejiminde de merkez bankası tarafından yönetilen faiz sabitlenip, rezerv piyasalarında geçerli gecelik faizlerin belirlendiği bir politika faizi konulduğunda bant aralığında artan veya azalan rezerv talebine göre parasal taban belirlenmiş olmaktadır. Banka yine parasal taban üzerindeki hakimiyetini kaybetmektedir. Enflasyon hedeflemesi

uyguladığında miktarlar üzerindeki kontrol kaybedilmektedir. Çünkü enflasyon hedeflemesi rejimi bir anlamda faiz hedeflemesi rejimidir.

Taylor kuralı enflasyon hedeflemesi rejiminde çok önemli bir yere sahiptir. Taylor kuralına göre Merkez Bankası bir enflasyon hedefi belirlemektedir ve ayrıca sermayenin reel getirisinin de bilindiği varsayılmaktadır. Taylor kuralında ülke için ortalama bir getiri tahmini yapılmaktadır. Taylor kuralı sonucunda enflasyon hedefinin tutturulması için gereken nominal faiz belirlenmektedir. Bu faiz oranı uygulandığı takdirde hedef enflasyon cari enflasyon ile ve tam istihdamla gerçekleşen istihdam ile uyumlu olmakta ve aralarındaki farkın minimum olacağı varsayılmaktadır. Sonuç olarak Taylor kuralı faizi kontrol ederek tüm ekonominin kontrol edebileceğini varsaymaktadır. Taylor kuralıyla bu varsayımın gerçekleşebilmesi için ise bölgeler arası gelişmişlik farkının olmaması gerekmektedir ayrıca ülke içerisinde tam rekabete yakın çok rekabetçi piyasaların mevcut olması gerekmektedir fakat bu şartlar Türkiye’de mevcut değildir.

Şekil 49: 2003-2018 Enflasyon-Para Arzındaki Değişim ve Dolar Kurundaki Değişimin Karşılaştırılması



Kaynak: EVDS

Şekil 49'daki grafik incelendiğinde 2006-2007 yılı arasındaki para arzındaki daralma 1 ve 2 yıl sonrasında enflasyon artışına sebep olmuştur. Uzun dönemli para arzındaki dalgalanmanın frekansının da oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Bu durum merkez bankasının para arzı üzerinde çok az etkin olduğunu göstermektedir. Merkez Bankası %10 gibi bir para hedefi koysaydı bu durumda para arzındaki değişim bu rakam etrafında gerçekleşirdi. Merkez bankası hem para arzındaki hakimiyetini kaybetmiş hem de enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamasına karşın enflasyon hedefini de tutturamamaktadır.

Maliye ve para politikası hamlelerinin ve müdahalelerinin ekonomiye etkisi bazı durumlarda hemen gerçekleşmemektedir. Bu duruma gecikmeler sorunu denir. Gecikmeler 3 neden sebebiyle gerçekleşmez. Bunlar tanıma, uygulama ve tepki gecikmeleridir. Ekonomik istikrarsızlığın ortaya çıkması sonrasında hükümetin müdahale kararı arasındaki zaman farkına tanıma gecikmesi, hükümetin müdahale kararı alması ile uygulamaya geçmesi arasındaki zaman farkına uygulama gecikmesi, uygulama ile ekonomik veriler üzerinde hissedilen tepki arasındaki zaman farkına ise tepki gecikmesi adı verilmektedir. Merkez bankası politika yani kısa vadeli faiz oranını yükselttiğinde bu durum 1 sene sonra fiyatlara yansımaktadır. Şekil 49'daki grafikten de görüleceği üzere 2017 den itibaren faiz artırımları sebebiyle kısa bir gecikme sonrasında para arzı düşürülmüştür. Bu etki 1950'li yıllarda 18 aya kadar çıkmaktaydı. Kısa vadeli faiz oranlarının milli gelir üzerindeki etkisi de 3 ile 6 ay arasındadır çünkü gelişmiş finans piyasaları ve bilgisayar sistemleriyle artan para akışı bu süreyi oldukça kısaltmıştır. Teknoloji bilgi aktarımı ve pozisyon değişimini artık finans piyasalarında çok hızlı gerçekleştirmektedir. Para politikasının milli gelire ve enflasyona etkisi hızlanmıştır.

Merkez bankasının parasal tabana etkisi içerisinde döviz rezervi girdiği zaman merkez bankası döviz rezervini satın alıp para arzı vermektedir. Parasal hedefleme rejiminde merkez bankası kuru serbest bırakarak bu durumdan kurtulmaktadır. Kurun dalgalanması sayesinde merkez bankası parasal taban üzerinde hakimiyeti sağlayabilmektedir. Kurun yüksek miktarda dalgalanmasının dezavantajı ise Türkiye gibi yüksek miktarda dış borcu bulunan ülkelerde büyük ekonomik sorunlara yol açmasıdır. Firmaların ve bankaların döviz uyumsuzluğuna ve maliyet kaynaklı

iflaslara sebep olabilmektedir. Bu konuda enflasyon hedeflemesi rejimi daha başarılı olmaktadır çünkü enflasyon hedeflemesi rejiminde finansal istikrar da ön plandadır.



SONUÇ

Daron Acemoğlu bir ülkenin gelişmiş ve kalkınmış ülke olmasının ilk şartının o ülkenin güçlü ve bağımsız kurumlara sahip olması gerektiğini söylemektedir. Bu güçlü ve bağımsız olması gereken kurumlardan bir tanesi de merkez bankalarıdır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası da kendine has kanunu bulunan bağımsız ve özerk bir kurum olarak aynı kanunda tanımlanmış ve koordine olmuştur. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının ilk amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Banka fiyat istikrarını sağlamak adına 2002 yılında örtük, 2006 yılında da açık enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başlamıştır. Merkez Bankaları enflasyon hedefini tutturmak için Taylor Kuralını uygulamaktadırlar. Taylor kuralı belirli bir enflasyon hedefi ve belirli bir çıktı açığında merkez bankasının hangi oranda nominal faiz uygulaması gerektiği göstermektedir.

Merkez bankasının kısa vadeli faiz değişikliği yaparak ekonomiye müdahale etmesinin çeşitli avantajları var. İlk olarak faiz değişikliğinin tepki gecikmesi, diğer para politikası araçlarıyla ekonomiye müdahale edilmesinden daha kısadır. Faiz değişikliği piyasayı doğrudan etkilediğinden istenilen sonuç çok hızlı bir şekilde alınabilmektedir. Para arzında yapılan bir değişikliğin ise piyasa üzerindeki etkisi daha uzun bir gecikme sonrası gerçekleşmektedir. Para arzı üzerinden parasal tabandaki değişikliğin faiz ve enflasyon üzerindeki etkisi de dolaylı olarak uzun bir gecikmeden sonra gerçekleşmektedir. Parasal tabandaki değişimin de para arzına etkisi 3-4 ay gibi bir gecikme sonrası gerçekleşmektedir. Friedman'a göre parasal tabandaki bir değişimin mili gelire yansması 6-8 ay arasında, fiyatlara yansması da 12-18 ay arasındadır. Faiz değişiminde ise değişikliğin milli gelir ve fiyatlara yansması daha kısa sürede gerçekleşmektedir. Faiz değişikliğinin diğer avantajı açık ve net olmasıdır. Merkez Bankası değişimleri iletişim kanallarıyla çok uzak kitlelere bile faiz değişikliğini bildirebilmektedir.

Merkez Bankası enflasyon hedeflemesine rejimine geçmeden önce parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesini tecrübe etmiştir. Bankanın enflasyon hedeflemesi rejimine geçişinin ilk önemli sonucu bankanın enflasyon hedeflemesi rejimine geçtikten sonra yıl başındaki enflasyon beklentilerindeki rasyonelleşmedir. Enflasyon hedeflemesi rejimi öncesinde enflasyon beklentisi ile gerçekleşen

enflasyon arasındaki büyük farklar ve dalgalanmalar enflasyon hedeflemesi rejimine geçildikten sonra oldukça azalmış, enflasyon beklentileri reel konjonktörü görebilir duruma gelmiştir. Bankanın bu rejime geçişinin ikinci önemli sonucu, bankanın para arzı üzerindeki hakimiyetinin oldukça azalmasıdır. Ayrıca M1 para tanımına yabancı para ve kıymetli maden mevduatlarının da eklenmesiyle bankanın bu para arzı üzerindeki etkisi çok büyük oranda azalmıştır. Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanırken para, maliye ve kur politikasının uyumlu olması enflasyon hedeflemesi rejiminde başarıyı artırmaktadır. Eğer bu politikalar arasında uyumsuzluk varsa ve artmaktaysa merkez bankası değil para arzını parasal tabanı bile kontrol edemeyecek duruma gelecektir.

Üçüncü önemli sonuç Merkez Bankası enflasyon hedeflemesi rejiminde başarılı olması için öncelikle gerçekçi ve ulaşılabilir enflasyon hedefi koymas gerekmektedir. Hedefler gerçekçi konulmadığı takdirde banka başarısız görünmektedir. Banka kendi kriterlerini kendi belirlediği ve hedeflerini kendi belirlediği halde hedefi tutturamadığı takdirde halk ve finans piyasaları gözünde olumsuz bir algıya sahip olmaktadır. Halbuki banka birkaç yıl arka arkaya kendi koyduğu enflasyon hedefine ulaşsa kendi hakkında olumlu ve güçlü bir algı oluşturacaktır. İleriki yıllarda koyacağı enflasyon hedeflerine de rejimin en önemli kriterlerinden biri olan enflasyon beklentilerini güçlü yönetebileceği için hedefine ulaşması kolaylaşacaktır. Çünkü bu rejimin ana amacı beklentileri yönetmektir. Hedefini tutturamayan bir merkez bankasının enflasyon beklentilerini de yönetmesi zorlaşacaktır. Başarı kriteri doğru hedeftir.

Son olarak Merkez Bankasının enflasyon hedeflemesi rejiminde uyguladığı taktik araçları doğru belirlemesi ve bu araçların banka stratejisiyle doğru olacak şekilde kullanılması gerekmektedir. Bu sebeple Merkez Bankasının kafa karışıklığına yol açacak şekilde birbirinden bağımsız birçok farklı enstrüman kullanmasına gerek bulunmamaktadır.

Sonuç olarak Merkez Bankasının enflasyon hedeflemesi rejiminde başarılı olması için hedeflerini doğru tayin etmesi, taktik araçlarının açık ve net olacak şekilde stratejisiyle uyumlu kullanması, bankanın operasyonel hedefleri ile ara hedeflerinin

uyumlu olması, ülke yönetiminin para ve maliye politikalarının uyumlu olması ve bu politika karmasının da kur politikasını desteklemesi gerekmektedir. Ülkenin kalkınma ve büyüme politikası yani eēitim yatırımları, saēlık altyapı v.s. destekleyecek şekilde bir istikrar programı ve buna uygun bir döviz kuru rejimi ayrıca başarıyı etkileyecek unsurdur. Merkez Bankasının baēımsız bir görünüm sergilemesi, hükümet baskılarına karşı para politikası araçlarını etkin kullanması da enflasyon hedeflemesi rejiminde hedeflerine ulaşmasına kolaylık saēlayacaktır. Son olarak, Bankanın döviz kur şokları gerekleřtiēi durumlarda döviz kurlarını dengeleyecek müdahalelere girişmesi de enflasyon hedefinden sapmasını azaltacaktır.

KAYNAKÇA

- International Monetary Fund, 2017 “Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions”. Washington: October 2017.
- Acemoğlu, D., ve Robinson , J., 2013 “Why Nation Fail: The Origin of Power, Prosperity and Poverty”. London: **Profile Books LTD.**
- Akan, D. M., 2010 “Uluslararası Döviz Sistemlerinin Geleceği: Bretton Woods'a Geri Dönülebilir Mi?”. **Sosyal Bilimler Dergisi**, 108-115.
- Akdemir, S., ve Özçelik, M., 2018 “Döviz Kurlarının Yurtiçi Fiyatlara Geçiş Etkisi: Türkiye Ekonomisi 2003-2017 Dönemi Uygulaması”. **Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, 14(1).
- Alptekin, V., Yılmaz, K., ve Taş, T., 2018 “Döviz Kurlarının Yurtiçi Fiyatlara Geçiş Etkisi: Türkiye Ekonomisi 2003-2017 Dönemi Uygulaması”, **Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Cilt 14, Sayı 1.
- Altınok , S., ve Çetinkaya, M., 2003 “Devalüasyon ve Türkiye'de Devalüasyon Uygulamalarını ve Sonuçları”. **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 47-64.
- Arat, K., 2003 “Türkiye'de Optimum Döviz Kuru Seçimi ve Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi”. Ankara: **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.**
- Bağış, B., 2016 “Döviz Kuru Sistemleri. Uluslararası Finans Teori ve Politika”. (s. 361-408). içinde Ankara: **Orion Kitabevi.**
- Bakan, S., ve Akçacı, T., 2015 “Parasal Aktarım Mekanizması: Türkiye Ekonomisi İçin Beklenti Kanalının Geçerliliği”. **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**(44), 68-78.
- Balls, E., Howat, J., ve Stansbury, A., 2018 “Central Bank Independence Revisited: After The Financial Crisis, What Should A Model Central Bank Look Like?” **M-RCBG Associate Working Paper Series**(87), 1-137.
- Bank Of Thailand, 2014 (Çevrimiçi) “Expectations channel”. 06 05, 2019 tarihinde Transmission mechanism: <https://www.bot.or.th/English/MonetaryPolicy/MonetPolicyKnowledge/Pages/TransmissionMechanism.aspx#&&/wEXAQVFY3RsMDBfY3RsNzNfZl85MGFiZDczYl83NzBjXzRkZjFfOTIhYl83NTBiOTFhZWZlMWNfY>

3RsMDBfSGlkZGVuRmlbGQyBV5jdGw3M19nXzkw
YWJkMCUzYmN0bDczX2dfOTBhYmQxJTNIJTUViK0
adresinden alındı

- Bernanke, B. S., ve Mishkin, F. S., 1997 “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?”. **The Journal of Economic Perspectives**, 11(2), 97-116.
- Bernanke, B., Laubach, T., Mishkin, F., ve Posen, A., 1999 “Inflation Targeting: Lessons from the International Experience”. **Princeton University Press**.
- Blanchard, O., 2004 “Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil”. **NBER Working Paper** No. 10389.
- Bozkurt, C., 2006 “Parasal Hedefleme Stratejileri ve Türkiye’de Fiyat İstikrarı”. **Sosyal Bilimler Dergisi**, 3(1), 82-103.
- Burtan Doğan, B., ve Akbakay, Z., 2016 “Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ile Fiyat İstikrarının Sağlanması”. **Ordu Üniversitesi Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi**, 629-642.
- Cambazoğlu, B., ve Karaalp, H. S., 2012 “Parasal Aktarım Mekanizması Döviz Kuru Kanalı: Türkiye Örneği Yönetim ve Ekonomi”. **Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 19(2), 53-66.
- Cayın, M., ve Aydın, H. 2016 “Paranın Ekonomideki Yeri, Fonksiyonları ve Tarihte Para Standartları (Rejimleri)”. N. Eroğlu, H. Aydın, & C. Kesbiç içinde, Para-Banka ve Finans (s. 7-44). Ankara: **Orion Kitabevi**.
- Celasun, M., 2002 “2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme”. 06 04, 2019 tarihinde (Çevrimiçi) **University of Utah - Social & Behavioral Science**:
<http://content.csbs.utah.edu/~ehrbare/erc2002/pdf/i053.pdf>
f adresinden alındı
- Çelebi, E., 2001 “Türkiye’de Devalüasyon Uygulamaları (1923-2000)”. **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 2(1), 55-66.
- Çolak, Ö. F., ve Barışık, S., 2009 “Para Kurulu Sistemi Uygulanabilirlik Endeksi:1990-2006 Dönemi”. **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**(32), s. 1-20.

- Damar, O., 2010 “Türkiye’de döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisinin incelenmesi”. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**.
- Daniels, J. P., 2018 (Çevrimiçi) “Life's a struggle as Venezuela inflation heads for one million per cent”. **theguardian.com**: <https://www.theguardian.com/world/2018/jul/25/venezuela-inflation-crisis-nicolas-maduro> adresinden alınmıştır
- Davig , T., ve Leeper, E., 2007, “Generalizing the Taylor Principle”. **The American Economic Review**(97), 607-635..
- Doğan , B., Eroğlu, Ö., ve Değer, O., 2016 “Enflasyon ve Faiz Oranı Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği”. Çankırı Karatekin Üniversitesi **İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 6(1), 405-425.
- Doğruel, F., ve Doğruel, A. S., 2005 “Türkiye’de Enflasyonun Tarihi”. Ankara: **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**.
- Edwards, S., ve Savastano, M. A., 1999 “Exchange Rates In Emerging Economies: What Do We Know? What Do We Need To Know?”. **National Bureau Of Economic Research** (Working Paper 7228).
- Eğilmez , M., 2017 (Çevrimiçi) “Türkiye Ekonomisi Niçin Kırılgan Beşli Arasında?” 05 26, 2019 tarihinde Kendime Yazılar: <http://www.mahfiegilmez.com/2017/11/turkiye-ekonomisi-nicin-krlgan-besli.html> adresinden alındı.
- Eğilmez, M., 2018 (Çevrimiçi) “Türkiye Sabit Kur Rejimine Geçebilir mi?” Kendime Yazılar: <http://www.mahfiegilmez.com/2018/08/turkiye-sabit-kur-rejimine-gecebilir-mi.html> adresinden alınmıştır
- Encyclopædia Britannica, 2019 “Price index.” (T. E. Britannica, Düzenleyen, & Encyclopædia Britannica, inc.) 05 26, 2019 tarihinde Encyclopædia Britannica: <https://www.britannica.com/topic/price-index> adresinden alındı
- Eroğlu, N., ve Eroğlu, İ., 2015 “Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Çerçevesinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın Kredibilite Ve Hesap Verebilirlik Sorunu”. **DergiPark**, 1(85), 79-109.
- European Central Bank., 2019 (Çevrimiçi) “The definition of price stability”. 05 27, 2019 tarihinde [ecb.europa.eu: https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/pricestab/html](https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/pricestab/html)

/index.en.html adresinden alındı

- Guillermo, A. C., 2001 “Capital Markets and the Exchange Rate, with Special Reference to the Dollarization Debate in Latin America”. **Journal of Money, Credit and Banking**, 312-334.
- 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**, 17(36), 116-137.
- Kahyaoğlu, H., 2016 “Para Politikası Stratejileri”. N. Eroğlu, H. İ. Aydın, & C. Y. Kesbiç (Dü) içinde, Para-Banka ve Finans (s. 191-205). Ankara: **Orion Kitabevi**.
- Kara, A. H., ve Orak, M., 2008 “Enflasyon Hedeflemesi”. **Ekonomik Araştırmalar Konferansı**. İstanbul.
- Koyuncu, H., 2018 “Merkez bankaları neden bağımsız olmalı?” 06 06, 2019 tarihinde (Çevrimiçi) euronews: <https://tr.euronews.com/2018/12/25/merkez-bankalari-neden-bagimsiz-olmalı> adresinden alındı
- Mishkin, F., 1995 “Symposium on the Monetary Transmission Mechanism”. **The Journal of Economic Perspectives**, 9(4), 3-10.
- Mishkin, F. S., 2000 “Inflation Targeting in Emerging Market Countries”. **The American Economic Review**, 105-109.
- Mishkin, F. S., 2002 “The Role of Output Stabilization in the Conduct of Monetary Policy”. **NBER Working Paper**(9291), 213-227.
- OECD., 2019 (Çevrimiçi) “Producer price indices (PPI)”. 05 2019, 2019 tarihinde data.oecd.org. adresinden alındı
- Öğretir, A. H., 2019 “Maliye”. İstanbul: **4T Yayınevi**.
- Öniş, Z., 2001 “Kriz Ekonomisi”. Bursa: **Ezgi Yayınları**.

- Özatay, F., 2018 (Çevrimiçi) “Merkez bankası bağımsızlığı kavramı”. Dünya: <https://www.dunya.com/kose-yazisi/merkez-bankasi-bagimsizligi-kavrami/422002> adresinden alınmıştır
- Özatay, F., 2018 “Parasal İktisat Kuram ve Politika”. Ankara: **Efil Yayınevi**.
- Parasız, İ., 2005 “Para Banka ve Finansal Piyasalar”. İstanbul: **Ezgi Kitabevi**.
- Peker, H. S., 2011 “Türkiye’de Enflasyon ve Enflasyon Hedeflemesi Uygulamasının Değerlendirilmesi”. **SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, 487-506.
- Schaechter, A., ve Zelmer, M., 2000 “Adopting Inflation Targeting; Practical Issues for Emerging Market Countries”. **IMF Occasional Papers**(202).
- Sever, E., 2004 “Döviz Kuru Rejimleri ve Ekonomik Etkileri Bakımından Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Politikalarının Analizi”. Doktora Tezi.
- Sever, H., 2018 “Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması; 1994-2017 Dönemi”. **Sakarya İktisat Dergisi**, 7(2), 44-68.
- Seyidoğlu, H., 2007 “Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama” (Genişletilmiş 15. Baskı). İstanbul: **Güzem Yayınları**.
- Subaşı Ertekin, M., 2001 “Türkiye’de 1980 Sonrasında Döviz Kuru Politikaları Ve Dış Ticaret”. **İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 3(1), 183-196.
- TCMB, 2012 “Merkez Bankası Bağımsızlığı Nedir?” (Çevrimiçi) 06 06, 2019 tarihinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/40586e6c-06ff-47b6-9b2e-11d77611dfd6/01.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-40586e6c-06ff-47b6-9b2e-11d77611dfd6-m5lkoKU> adresinden alındı
- TCMB, 2013 “Enflasyon ve Fiyat İstikrarı” (Çevrimiçi). http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/06084069-3751-44a3-ba98-fc5a65b908ba/Enflasyon_FiyatIstikrari.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-06084069-3751-44a3-ba98-fc5a65b908ba

- 3751-44a3-ba98-fc5a65b908ba-m5lk8Dx adresinden alınmıştır
- TCMB, 2018 “Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri”. (Çevrimiçi) 06 06, 2019 tarihinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari+ve+Enflasyon/Enflasyon+ve+Cikti+Acigi+Tahminleri> adresinden alındı
- TCMB, 2019 “2019 Yılı Para Politikası Kurulu Toplantıları ve Rapor Takvimi”. (Çevrimiçi) Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Takvim> adresinden alınmıştır.
- TCMB, 2019 “Enflasyon Hedefleri. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası”: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari+ve+Enflasyon/Enflasyonun+Hedefleri> adresinden alınmıştır
- TCMB, 2013 “Enflasyonun Nedenleri”. (Çevrimiçi) <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB%20TR/Main%20Menu/Temel%20Faaliyetler/Para%20Politikasi/Fiyat%20Istikrari%20ve%20Enflasyon/Neden> adresinden alındı
- Teker, T., 2018 “Döviz Kurlarında ve Faiz Oranlarında Meydana Gelen Değişimlerin Enflasyona Olan Etkisi: Türkiye Örneği”. Yüksek Lisans Tezi. Isparta: **T.C. Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Bankacılık ve Finans Anabilim Dalı.**
- TOBB, 2005 “2004 Yılı Ekonomik Raporu”. 60. Genel Kurul, **Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği**, Ankara.
- Tunca, Z., 2011 “Türkiye’de Enflasyon”. **DergiPark**, 201-215.
- TÜİK, 2017 “Tüketici Fiyat Endeksi Hesaplamaları”. T.C. Türkiye İstatistik Kurumu Başkanlığı: http://www.tuik.gov.tr/duyurular/duyuru_3301.pdf adresinden alınmıştır

- TÜİK, 2008 “Fiyat Endeksleri ve Enflasyon, Sorularla Resmi İstatistikler Dizisi-3”. Ankara: **Türkiye İstatistik Kurumu Yayınları**.
- TÜİK, 2017 “Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi Hesaplamaları”, 2017. 05 27, 2019 tarihinde dünya.com: <https://www.dunya.com/uploads/content/yi-ufepdf.pdf> adresinden alındı
- Ünlü, D. D., 2011 “En hızlı çözüm ılımlı enflasyon”. (Çevrimiçi) Dünya: <https://www.dunya.com/kose-yazisi/en-hizli-cozum-ilimli-enflasyon/10635> adresinden alınmıştır
- Ünsal, E., 2009 “Makro İktisat”. Ankara: **İmaj Yayıncılık**.
- Walsh, C., 2011 “Central Bank Independence Revisited”. **Economic Papers**, 30(1), 18-22.
- Woodford, M., 2001 “The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy”. **American Economic Association**, 232-237.
- Yağcı, F., 2001, “Choice of Exchange Rate Regimes For Developing Countries”. (Çevrimiçi) 05 16, 2003 tarihinde **World Bank**: <http://documents.worldbank.org/curated/en/664071468740104022/pdf/multi0page.pdf> adresinden alındı
- Yalta, A., 2011 “Para Teorisi ve Para Politikası”. İstanbul: **TÜBA Ulusal Açık Ders Malzemeleri**.