

GÜMÜŞHANE ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

**ENFLASYON HEDEFLEMESİNE GEÇİŞTE TCMB VE PARA POLİTİKASI
UYGULAMALARI**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Emre AKYILDIZ

KASIM - 2020

GÜMÜŞHANE



GÜMÜŞHANE ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

**ENFLASYON HEDEFLEMESİNE GEÇİŞTE TCMB VE PARA POLİTİKASI
UYGULAMALARI**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Emre AKYILDIZ

KASIM - 2020

GÜMÜŞHANE



GÜMÜŞHANE ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

**ENFLASYON HEDEFLEMESİNE GEÇİŞTE TCMB VE PARA POLİTİKASI
UYGULAMALARI**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Emre AKYILDIZ

Tez Danışmanı: Dr. Öğr. Üyesi Hikmet Gülçin BEKEN

KASIM - 2020

GÜMÜŞHANE

KABUL VE ONAY

Dr. Öğr. Üyesi Hikmet Gülçin BEKEN danışmanlığında, **Emre AKYILDIZ** tarafından hazırlanan “**Enflasyon Hedeflemesine Geçişte TCMB ve Para Politikası Uygulamaları**” isimli bu çalışma 25/11/2020 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda **Oy Birliği** ile başarılı bulunarak sınav jürimiz tarafından **Yüksek Lisans Tezi** olarak kabul edilmiştir.

.....
Prof. Dr. Adem KALÇA (Başkan)

.....
Dr. Öğr. Üyesi Hikmet Gülçin BEKEN (Danışman)

.....
Doç. Dr. Pınar HAYALOĞLU (üye)

Yukardaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

...../...../.....
Prof. Dr. Ekrem CENGİZ
Enstitü Müdürü

BİLDİRİM

Yüksek Lisans Tezi olarak hazırlamış olduğum “Enflasyon Hedeflemesine Geçişte TCMB ve Para Politikası Uygulamaları” isimli bu çalışmanın, tamamen kendi çalışmam olduğunu, her alıntıya kaynak gösterdiğimi ve alıntı yaptığım tüm çalışmaların kaynakçada yer aldığını taahhüt eder, tezimin kâğıt ve elektronik kopyalarının Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım.

Lisansüstü Eğitim-Öğretim yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca gereğinin yapılmasını arz ederim.

25 / 11 / 2020

Emre AKYILDIZ

ÖNSÖZ

Çalışma konusunda bilgi ve yönlendirmeleri ile beni yönlendiren değerli hocam ve danışmanım sayın Dr. Öğr. Üyesi Hikmet Gülçin BEKEN başta olmak üzere, öğrenim hayatım süresince maddi ve manevi desteklerini hiçbir zaman esirgemeyen aileme ve her konuda yardımcı olan dostlarıma yürekten teşekkürlerimi sunarım.

Gümüşhane 2020
Emre AKYILDIZ

ÖZET

AKYILDIZ, Emre. Enflasyon Hedeflemesine Geçişte TCMB ve Para Politikası Uygulamaları. Yüksek Lisans Tezi, 2020, (XV+178)

Bu çalışmada; para politikasının genel çerçevesi, para politikası stratejileri ve bunların avantaj ve dezavantajları, parasal aktarım mekanizmaları, para politikası araçları ve amaçları incelenmiştir. Bununla birlikte, Türkiye’de tarihsel bir süreç içerisinde tercih edilen para politikası amaçları, stratejileri ve bu amaç ve stratejilere ulaşabilmek için kullanılan para politikası araçlarının gelişimi ve değişiminin nasıl ve neden gerçekleştiği ele alınacaktır. Türkiye’de 2000 yılı sonrasında uygulanan para politikalarının makro ekonomik değişkenler üzerindeki etkileri, uygulamadaki başarısı ve 2008 küresel kriz sonrasında uygulanan para politikaları üzerinde durulmuştur.

Sonuç olarak Türkiye’de Şubat 2001’de yaşanan krizin ardından Merkez Bankası’nın yetkileri nezdinde değişikliklere gidilmiş ve esas amacı fiyat istikrarı olarak belirlenmiştir. 2002 yılından sonra uygulanan para politikaları sonucunda fiyat istikrarı ve bankacılık sektörünün krizlere dayanıklılığı artırılmıştır. Türkiye’nin 2008 krizine kadar para politikasında yaptığı değişiklikler üzerinde de ayrıca durulmuştur. 2008 küresel kriziyle birlikte geleneksel olmayan para politikaları önem kazanmaya başlamıştır. Ancak, son yıllarda TCMB’nin politik bağımsızlıkla ilgili yaşadığı sorunlardan kaynaklı olarak özellikle politika faizini etkin bir şekilde kullanamadığı görülmektedir. Bu çerçevede son yıllarda TL’nin aşırı değer kaybetmesi ve enflasyon hedefinin tutturulamaması da TCMB’nin para politikalarında istenilen düzeyde başarıya ulaşamadığını göstermektedir. Enflasyon hedeflemesinde her ne kadar belirli dönemlerde başarı sağlansa da bunu genel olarak söylemek mümkün değildir. Ülkenin kronik sorunlarından olan dış ticaret ve cari işlemler açığı ve işsizlik artışının da katkısıyla ekonomik büyümede istikrarlı bir yapıya ulaşılamamıştır. Bu nedenle çalışmada bu alandaki temel makro ekonomik göstergelere yer verilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Merkez Bankası, Para Politikası, Enflasyon, Büyüme

ABSTRACT

AKYILDIZ, Emre. CBRT and Monetary Policy Practices in Transition to Inflation Targeting, Master Thesis, 2020, (XV+178)

In this research, the main framework of monetary policy, advantages and disadvantages of these policies are examined with the concepts of monetary transmission mechanisms, policy tools and targets. However, the monetary policy and strategies in Turkey are also given through a historical period in order to evaluate the transition and change. The effect and success of monetary policy on macro-economic indicators after 2000 are analyzed with the policies which were implemented after global financial crisis in 2008.

The mandate of CBRT has changed after the economic crisis of February 2001 and the main objective was defined to maintain price stability. With the support of monetary policies implemented after 2002 the price stability was achieved and the strength of banking sector was increased. Besides, the change of monetary policy until the financial crisis of 2008 was also analyzed. Unconventional monetary policies have gained importance by the financial crisis of 2008. However, due to the problems in the political independence, the policy interest rate could not be used efficiently. This unsuccessful performance depends on the factors such as depreciation of Turkish Lira and missing the inflation targets. There were some periods in success of reaching inflation targets but not generally. The effect of chronic problems of the country such as trade and current account deficits, and the increase of unemployment revealed instability in growth rates. Therefore the main macroeconomic indicators are also shown in this study.

Keywords: Central Bank, Monetary Policy, Inflation, Growth

İÇİNDEKİLER

DIŞ KAPAK	
İÇ KAPAK	
KABUL VE ONAY	III
BİLDİRİM	IV
ÖNSÖZ.....	V
ÖZET.....	VI
ABSTRACT.....	VII
İÇİNDEKİLER	VIII
TABLolar LİSTESİ	XII
ŞEKİLLER LİSTESİ	XIII
GRAFİKLER LİSTESİ	XIV
KISALTMALAR LİSTESİ	XV
GİRİŞ	1-2

BİRİNCİ BÖLÜM

1. PARA VE PARA POLİTİKASINA GENEL BİR BAKIŞ.....	3-51
1.1. Paranın Tanımı	3
1.2. Paranın İşlevleri	4
1.3. Para Standartları (Para Sistemleri).....	5
1.3.1. İlkel Paralar	5
1.3.2. Modern Paralar.....	6
1.3.3. Dijital Paralar	8
1.4. Para Arzı ve Para Talebi	12
1.4.1. Para Arzı Tanımı	12
1.4.2. Para Arzı Teorisi	14
1.4.3. Para Talebi Tanımı.....	16
1.4.4. Para Talebi Teorileri	16
1.5. Para Politikası Amaçları.....	20

1.5.1. Fiyat İstikrarı	20
1.5.2. Tam İstihdam	21
1.5.3. Ödemeler Dengesi	22
1.5.4. Ekonomik Büyüme.....	23
1.5.5. Döviz Kuru.....	24
1.5.5. Finansal İstikrar.....	25
1.6. Para Politikası Araçları	27
1.6.1. Doğrudan Para Politikası Araçları	28
1.6.1.1. Faiz Oranı Kontrolleri	28
1.6.1.2. Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları	29
1.6.1.3. Kredi Tavanları	29
1.6.1.4. Disponibilite Uygulanması	30
1.6.1.5. Finansal Kurumların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi.....	31
1.6.1.6. Tüketici Kredilerinin Kontrolü	31
1.6.1.7. Merkez Bankasının Moral Takviyesi	31
1.6.2. Dolaylı Para Politikası Araçları	32
1.6.2.1. Reeskont Oranları.....	32
1.6.2.2. Açık Piyasa İşlemleri	33
1.6.2.2. Zorunlu Karşılıklar.....	35
1.6.3. Geleneksel Para Politikası Araçları.....	36
1.6.3.1. Selektif Para Politikası	36
1.6.3.2. Döviz Alım ve Satımları	37
1.6.3.2. Yasal Karşılıklar Politikası	37
1.6.4. Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları	37
1.6.4.1. Faiz Koridoru	38
1.6.4.2. Likidite Yönetimi	39
1.7. Para Politikası Rejimleri	41
1.7.1. Parasal Kontrol.....	41
1.7.2. Döviz Kuruna Dayalı Rejimler	43
1.8. Parasal Aktarım Kanalları	45
1.8.1. Geleneksel Faiz Kanalı	46
1.8.2. Banka Kredisi Kanalı	47

1.8.3. Kredi Tayınlaması	47
1.8.4. Varlık Fiyatları Kanalı	48
1.8.5. Döviz Kuru Kanalı	49
1.8.5. Beklenti Kanalı	50

İKİNCİ BÖLÜM

2. ENFLASYON VE KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ.....	52-84
2.1. Enflasyon Türleri	52
2.1.1. Gelişimine Göre Enflasyon Türleri.....	52
2.1.1.1. Açık Enflasyon.....	53
2.1.1.2. Gizli Enflasyon	53
2.1.2. Hızına Göre Enflasyon Türleri.....	53
2.1.2.1. İlmli Enflasyon.....	53
2.1.2.2. Kronik Enflasyon (Aşırı, Dört Nala, Yüksek Enflasyon)	54
2.1.2.3. Hiperenflasyon	54
2.2. Enflasyon Nedenleri.....	55
2.2.1. Yapısal Enflasyon	55
2.2.2. Talep Enflasyonu	56
2.2.3. Maliyet (Arz) Enflasyonu	57
2.2.4. Beklenti Enflasyonu	58
2.3. Enflasyon Hedeflemesi: Teorik Çerçeve	58
2.3.1. Enflasyon Hedeflemesi Nedir?	58
2.3.2. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Uygulanabilmesi İçin Gerekli Ön Koşullar	60
2.3.3. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Özellikleri	66
2.3.4. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Avantajları ve Dezavantajları	68
2.3.5. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Çerçevesinde Merkez bankaları ve Teknoloji	71
2.3.6. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin ve Merkez Bankacılığının Sorgulanması	75
2.4. Para Politikası ve Enflasyon İlişkisi.....	76
2.5. Para politikası ve Enflasyon üzerine Literatür İncelemesi.....	77

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. TÜRKİYE’DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARINA GENEL BAKIŞ 85-152

3.1. 2000 Kasım – 2001 Şubat Krizleri ve Enflasyon Hedeflemesine Geçiş.....	85
3.2. Örtük Enflasyon Hedeflemesi (2002-2005)	93
3.3. Açık Enflasyon Hedeflemesi Dönemi 2006.....	98
3.4. Küresel Kriz Sonrası Para Politikası (2008 ve sonrası)	102
3.5. 2010 ve Sonrası Türkiye’de Uygulanan Geleneksel Olmayan Para Politikaları	111
3.5.1. Faiz Koridoru	111
3.5.2. Zorunlu Karşılıklar	118
3.5.3. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM).....	120
3.5.4. Kredi Tayınlaması	123
3.5.5. Likidite Yönetimi	126
3.6. Dünyada Uygulama Alanı Bulan Diğer Geleneksel Olmayan Para Politikaları.....	128
3.5.1. Negatif Faiz Oranları.....	128
3.5.1. Miktersal Genişleme	129
3.5.1. Sözlü Yönlendirme.....	130
3.7. Türkiye’de Son Dönemde Uygulanan Para Politikalarındaki Gelişmeler	131
3.8. Enflasyon Hedeflemesine Geçişte TCMB ve Para Politikası Uygulamaları	136
SONUÇ VE DEĞERLENDİRME	151
KAYNAKÇA	158
ÖZGEÇMİŞ.....	178

TABLULAR LİSTESİ

Tablo 1. Para Arzı Tanımları	13
Tablo 2. Kasım 2000 Krizi Sonrası Gecelik Repo Faiz Oranları.....	90
Tablo 3. Türkiye’de Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Rakamları	95
Tablo 4. 2006 Yılı Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası.....	98
Tablo 5. 2006 Yılında Faiz Kararlarında Değişiklik Yapılan PPK Toplantıları	99
Tablo 6. 2007 Yılı Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası.....	101
Tablo 7. 2008 Yılı Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası.....	107
Tablo 8. 2009 Yılı Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası.....	108
Tablo 9. 2018 Yılı Para Politikası Kurulu Faiz Kararları	117
Tablo 10. 2019 Yılı Para Politikası Kurulu Faiz Kararları	117
Tablo 11. Zorunlu Karşılıklar Oranı	119
Tablo 12. Türkiye’de Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Rakamları	134
Tablo 13. Temel Makroekonomik Göstergeler	137
Tablo 14. Türkiye’de Yıllara Göre Dış Ticaret Dengesi.....	139
Tablo 15. Dış Borç Dağılımı	146

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Dijital Para Döngüsü	9
Şekil 2. Merkez Bankasının Bağımsızlığının Temel Unsurları	62
Şekil 3. Para Politikasında Şeffaflık.....	67
Şekil 4. TCMB Para Politikasının Operasyonel Yapısı (Faiz Koridoru)	112
Şekil 5. TCMB Politika Faizi ve Faiz Koridoru.....	113
Şekil 6. Sermaye Girişleri ve ROK Çalışma Mekanizması	121



GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1. Finansal Sektörün Bilanço Büyüklüğünün Dağılımı	106
Grafik 2. TCMB Zorunlu Karşılık Oranları	106
Grafik 3. TCMB Faiz Oranları	110
Grafik 4. Yabancı Para - Zorunlu Karşılık ve ROM' un Brüt Rezerve Katkısı.....	122
Grafik 5. Toplam Kredilerin Toplam Aktifler İçindeki Payı	124
Grafik 6. Takipteki Kredilerin Toplam Krediler İçindeki Payı.....	125
Grafik 7. 2000-2019 Döneminde Cari Açığın GSYH'ye Oranı ve Ekonomik Büyüme	144
Grafik 8. 2000-2019 Yılları Arası Toplam Dış Borç Dağılımı	149

KISALTMALAR LİSTESİ

TÜRKÇE	
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BPP	Bankalararası Para Piyasası
BİST	Borsa İstanbul
E-PARA	Elektronik Paralar
DBS	Devlet Borçlanma Senetleri
GLP	Geç Likidite Penceresi
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IMF	Uluslararası Para Fonu
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
PPK	Para Politikası Kurulu
TL	Türk Lirası
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TOBB	Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
TSPB	Türkiye Sermaye Piyasalar Birliği
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
YP	Yabancı Para
BIS	Uluslararası Ödemeler Bankası

GİRİŞ

Devletlerin ekonomilerini istikrarlı bir şekilde yürütebilmek için gerçekleştirmek istediği belli başlı ekonomik amaçları bulunmaktadır. Ekonomide bu amaçlara ulaşabilmek için birçok ülke iktisat politikası araçlarını kullanmaktadır. İktisat politikası araçları arasında yer alan para politikası ekonomik işleyişte önemli bir yere sahiptir. Para politikalarını yürüten kurum ise merkez bankasıdır. Birçok merkez bankasının temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Ayrıca küresel finansal krizin yaşanmasından sonra pek çok merkez bankası fiyat istikrarı kadar finansal istikrarın da sağlanması hedefini benimsemiştir. Devletler para politikalarının yürütülmesini bu iş için görevlendirdikleri kuruluşlarla gerçekleştirmektedir. Türkiye'nin para politikası stratejisi TCMB tarafından belirlenmektedir.

Merkez Bankaları ülkedeki koşullara göre temel bir para politikası belirlemektedir. Ayrıca hükümetin maliye politikalarını da dikkate almaktadır. Merkez Bankaları temel hedeflere ulaşabilmek amacıyla uygulayacağı stratejiyi ve bu strateji çerçevesinde kullanacağı para politikası araçlarını belirler. Daha sonrasında da uygulayacağı para politikası araçlarını hangi kanallar yoluyla gerçekleştireceğine karar vermektedir.

Bu çalışma ile Türkiye'de Kasım 2000-Şubat 2001 krizi ve 2008 küresel krizinin ardından TCMB'nin tercih ettiği para politikaları, stratejileri ve bu amaç doğrultusunda uygulanan para politikası araçlarının gelişimi ve değişimi incelenmiştir. Türkiye'nin 2000-2019 dönemi içerisinde yaşadığı iki önemli kriz ve sonrasında uyguladığı para politikalarının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri, gelişimi ve uygulamadaki başarısının incelenmesi amaçlanmıştır.

Tez bu doğrultuda üç ana bölümden oluşmaktadır. İlk bölüm paranın çerçevesi üzerine genel bilgilerden oluşmaktadır. Bu bölümde ağırlıklı para politikasının amaçları ve bu amaçları gerçekleştirebilmek için kullanılan para politikası araçları incelenmiştir. Bu amaçlar doğrultusunda kullanılan araçların uygulanan politikalar içerisindeki rolleri üzerinde durulmuştur.

İkinci bölüm Türkiye açısından kronik bir sorun olan enflasyon çerçevesi üzerine genel bilgilerden oluşmaktadır. Bu bölümde ağırlıklı olarak dünyada birçok

ülkede olduğu gibi Türkiye’de de 2002 yılından itibaren fiyat istikrarının sağlanması amacıyla uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisi üzerinde durulmaktadır. Ayrıca enflasyon hedeflemesi stratejisinin özellikleri, avantajları ve dezavantajları ele alınmaktadır.

Üçüncü bölümde ise Türkiye’de Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin ardından ekonomide gerçekleştirilen yapısal dönüşüm süreci ve sonrası para politikalarının gelişimi incelenmiştir. 2002 yılından itibaren uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi ülke ekonomisine yön veren yıllar itibariyle dönemselleştirilmiştir. Kasım 2000 ve Şubat 2001 kriziyle başlayan çalışma, 2002-2005 örtük enflasyon hedeflemesi dönemi ve 2006 yılı açık enflasyon hedeflemesine de değinmektedir. Ardından 2008 küresel krizi ve sonrasında geliştirilen ve uygulanan geleneksel olmayan para politikaları incelenmiştir. Belirtilen tüm bu alt dönemler için uygulanan para politikalarına, araçlarına ve sonuçlarına değinilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. PARA VE PARA POLİTİKASINA GENEL BİR BAKIŞ

Para ve para politikasının bu bölümünde paranın tanımı, işlevleri ve sistemleri ile para arzı ve para talebinden bahsedilmektedir. Ayrıca bu bölümde para politikasının amaçlarından, kullanılan araçlarından, rejim türlerinden ve parasal aktarım kanallarından da sıralı bir şekilde bahsedilmektedir.

1.1. Paranın Tanımı

Paranın en yaygın ve kısa tanımı, mal, hizmet ve borçların ödenmesinde tanınan ve toplum tarafından kabul gören güncel bir değişim aracı olmasıdır. Paranın tanımına madeni para ve banknot şeklinde mevcut bir değişim aracı olduğu ve toplu olarak madeni para ve banknotları temsil ettiği eklenebilir. Para, bir hükümet veya yetkili bir banka tarafından verilen ve aynı şekilde kullanılan herhangi bir kağıt para olabilir (Manea, 2006).

Parayı yalnızca para birimi olarak tanımlamak, iktisatçılar için çok dar bir tanım olarak kalmaktadır. Çekler de satın alma işlemleri için ödeme olarak kabul edildiğinden çek hesabı mevduatları da para olarak kabul edilmektedir. Daha geniş bir para tanımına sıklıkla ihtiyaç duyulmaktadır. Çünkü tasarruf mevduatları gibi diğer kalemler, hızlı ve kolay bir şekilde para birimine veya çek hesabı mevduatlarına dönüştürülebilirlerse, aslında para işlevi görebilirler (Mishkin, 2004: 44).

Geçmiş dönemlerde takas usulünün varlığı mübadele işlemlerini zorlaştırmaktaydı. Paranın doğuşu mübadele fonksiyonu ile bağlantılıdır; takasın zorlukları paranın ortaya çıkmasını sağlamaktadır. Hem takas usulünü engelleyebilmek hem de mübadeleyi tek seferde gerçekleştirebilmek için herkes tarafından kabul gören bir objenin takasta kullanılması modern paranın başlangıcıdır (Hiç, 1987: 3-4). Ekonomide hemen hemen tüm piyasa işlemleri, para birimi veya çek şeklindeki para bir mübadele aracıdır; mal ve hizmetler için ödeme yapmak için kullanılmaktadır. Paranın bir değişim aracı olarak kullanılması, mal ve hizmet alışverişinde harcanan zamanı en aza indirerek ekonomik verimliliği artırmaktadır. (Mishkin, 2004: 45).

Paranın tanımlanması için kullanılacak olan objenin bazı özellikleri olması gerekmektedir. Bu yazılan özellikleri taşıyan birçok nesne zaman içinde para olarak kabul edilmiş ve kullanılmıştır. Bunlar şu şekildedir (Paya, 2013: 20):

- Homojenlik
- Bozulmaması ve taşınmaya elverişli olması
- Bölünebilir olması
- Taklit edilememesi
- Değerini zaman içerisinde koruyabilmesi

Paranın tanımını tek başına açıklanmak yeterli olmayabilir. Paranın tanımıyla birlikte tam olarak hangi işlevleri gördüğünü inceleyerek paranın kullanımının daha iyi anlaşılması gerekir.

1.2. Paranın İşlevleri

Paranın ortaya çıkışında mübadele aracı işlevinin öneminden bahsedilmiştir. Paranın mübadele işlevinin yanı sıra iki temel işlevi daha ortaya çıkmıştır. Bunlar; paranın değer ölçüsü olma fonksiyonu ve paranın değer saklama fonksiyonudur.

➤ Paranın Değer Ölçüsü

Para, üretim ve mübadele konusu olan mal ve hizmetlerin karşılığının hesaplanmasıdır. Mübadele konusu olan mal ve hizmetlerin bir birimi karşılığında ödenen para miktarına fiyat denir. Borçların, fiyatların, alacakların ve hesapların para ile ölçülebilmesi paranın mübadele fonksiyonunun sonucudur (Eroğlu, 2004: 3-4). Paranın ortak değer ölçüsü olma işlevini yerine sağlıklı bir şekilde getirebilmesi için zaman içinde kendi değerini saklaması gerekmektedir. Aksi durumda paranın değeri zaman içinde düşer ve para bu fonksiyonunu yerine getirmekte zorlanır (Dinler, 2010: 409).

➤ Paranın Değer Saklama Aracı

Değer saklama aracı, satın alma gücünün zaman içerisinde elde tutulmasını sağlayan herhangi bir varlıktır. Bir değer biriktirme aracı olarak para, satın alma gücünün gelirin elde edildiği andan, harcanmasına kadar geçen sürede saklanması amacıyla kullanılır. Ancak paranın ne kadar iyi bir biriktirme aracı olduğu fiyat seviyesine bağlı bir durumdur (Özyurt, 2006: 24). Eğer tasarruf edilen para, para olarak değil de paraya çevrilebilir menkul kıymet ya da gayrimenkul mallar satın alınarak muhafaza edilirse bu şekilde malları gerektiği zamanda paraya hemen çevirme durumu

olamayabilir. Bundan dolayı paranın değer biriktirme aracı olarak hazır tutulması, aynı paranın başka mallar satın alınarak biriktirilmesi yöntemine karşı daima üstün bir durumdadır. Fakat paranın tasarruf aracı olma fonksiyonunu yerine getirebilmesi için, değerinin istikrarlı olması gerekmektedir. Eğer paranın değeri düşüyorsa bireyler elinde para tutmak istemeyecek ve bu paradan kaçış durumu ortaya çıkacaktır. Böyle durumlarda bireyler, tasarruf etmek yerine, borçlanmayı tercih etmektedir (Dinler, 2010: 409).

1.3.Para Standartları (Para Sistemleri)

Geçmişten günümüze birçok para türü ortaya çıkmıştır. İnsanoğlunun kullandıkları sistemler değişim geçirmiş olsa da para her zaman yerini korumuştur. Bu para sistemlerine ilkel, modern ve dijital paralar olmak üzere üç bölüm altında yer verilmektedir.

1.3.1. İlkel Paralar

İlkel paralar, kendi içerisinde madeni para ve kağıt para olarak iki türe ayrılmaktadır.

➤ Madeni Para

Bir nesnenin para olarak kullanılabilmesi evrensel ölçülerde kabul edilmesine bağlıdır. Altın ve gümüş gibi değerli metaller bilinen en eski paralardır. Maden sikkeler, her boy ve değerde basılabilirken, altın sikkeler dış ticarete ve değerli eşyaların mübadelesinde kullanılıyordu. Kıymetli bir maden olan altının değeri yüksek olduğu için altının kullanılabilmesi adına çok küçültülmesi gerekmektedir. Dolayısıyla küçük ödemeler için bronz, bakır, tunç basılan metal para kullanılmaktadır. Paranın birim değerinin tek metal sistemine göre yapılması durumuna tek metal sistemi, farklı bir metal sistemi ile beraber yapılması durumuna da çift metal sistemi adı verilmektedir (Özyurt, 2006: 11). Çift metal sisteminde devletin aldığı bir kararla pariteyi değiştirmesi halinde, paralardan birinin daha değerli, diğ erinin ise daha değersiz hale gelmesi ile ortaya çıkan duruma Gresham Kanunu örnek verilebilir. Bu durumu daha iyi anlatmak gerekirse hükümetin pariteyi değiştirme kararı alması halinde, örneğin 1 Altın=5 Gümüş iken 1 Altın=8 Gümüş durumuna geldiğinde, örneğe göre gümüşün değeri azalarak “kötü para” durumunu alır. İnsanların kötü parayla alışveriş yapması, iyi parayı ise

saklamayı tercih etmeleri sonucu iyi para piyasadan kovulmaktadır. Bu şekilde değeri artan, iyi paralar iktisadi sistemin dışına çıkarılmaktadır. Bu durum ‘‘kötü para, iyi parayı kovar’’ şeklinde ifade edilmektedir (Özdurak, 2015: 537).

➤ Kağıt Paralar

Kağıt paranın çıkışı iktisatçılar tarafından ortaçağa dayandırılmaktadır. Altın veya gümüş gibi madenlerin taşınmasından kaynaklanan tehlikelere karşılık riski azaltmak adına kağıt senetlerin kullanılması tercih edilmiştir. Fakat zamanla ellerinde bulundurdukları madenden fazla senet bulundurulmaya başlanınca hükümetler tarafından sınırlamalar getirilmiştir (Mutafoğlu, 2019: 7).

Ticaret ve ekonominin gelişmesi sonucunda metal paranın korunması, taşınması ve güvenliğinin sağlanması ile ilgili problemler artmıştır. Doğal olarak çıkartılan madenlerden yapılan sikkelerin ağır olmasından dolayı taşınması zordur. Dünyada genellikle her ülke kendine has para birimini kullanmaktadır. Bazı ülkeler ise ülkeler grubu (Avrupa Birliği) olarak ortak para birimi kullanmaktadır. Kağıt para zaman içerisinde ülkeler açısından bir politika aracına dönüşmüştür. Ülkeler çeşitli kriz dönemlerinde para politikasına başvurarak para arzını artırabilmekte ya da azaltabilmektedir (Fidan vd, 2019: 151).

1.3.2. Modern Paralar

Modern paralar, kendi içerisinde kaydi para ve elektronik para olarak iki türe ayrılmaktadır.

➤ Kaydi Para (Banka Parası)

Bireyler satın alma gücüne sahip olabilmek için nakit para tutabildikleri gibi ticari bir bankadan vadesiz mevduat açmayı da seçebilir. Vadesiz mevduat istenildiğinde nakit olarak çekilebilmekte veya ödeme emri ya da çek yazımı yoluyla efektif likidite sağlayabilmektedir. Kaydi para işlemlerin, paraya dokunulmadan, banka kayıtlarındaki değişikliklerle yapılmasını ifade etmektedir. Ayrıca ticari bankaların toplanan fonları başkalarına kullandırması yoluyla yeni ve ilave satın alma gücü yaratmaktadır. Böylelikle ticari bankalar, merkez bankalarının para basma rolüne ortak olmaktadır (Öçal ve Çolak, 1999: 11).

Global dünyada yaşanan teknolojik gelişmelere bağlı olarak bankacılık sektöründe ortaya çıkan gelişmeler bireylerin para kullanım oranını azaltmış,

ödemelerin çek, kredi kartı, virman, e-para aracılığıyla yapılmasına yol açmıştır. Bankaların vadesiz mevduat hesapları üzerinden ödemelerin yapılması sonucu banka parası, kaydi para veya mevduat parası oluşmuştur (Gülşen, 2009: 26-27).

➤ Elektronik Paralar (E-para)

20. yüzyılda teknolojik gelişmelerin bankacılık sektöründe açtığı gelişmeler kağıt paranın kaydi paraya dönüşmesini sağlamıştır. Kağıt para bankacılık sektörünün gelişmesiyle kaydi parayı ortaya çıkarırken en sonunda da elektronik paraya doğru evrilmiştir. Teknolojide yaşanan yenilikler ve gelişmeler, e-para kapsamını sürekli olarak genişletmiştir. Uluslararası Ödemeler Bankası'na göre e-para, stoklanmış değer, fon veya benzeri değerlerin tüketicilerin isteklerine göre kullanıma hazır hale getirildiği ön ödemeli kart olarak tanımlanmaktadır. E-para kaydi paraya daha yakın dururken nakit paraya ise rakip konumda yer almaktadır. E-para, elektronik olarak kaydedilen, saklanan ve işlem gören değerler bütünüdür (Geçer, 2014: 204).

Global dünyada bilişim ve teknoloji alanında yaşanan gelişmeler, bireylerin bilgisayar ve internet kullanımının artması sonucu mal ve hizmet alımlarındaki harcamalarının büyük bir kısmını online yani internet yoluyla yapmasına yol açmaktadır. İnsanların tüketim alışkanlıkları son dönemde hızla değişmektedir. Özellikle son yirmi yıl incelendiğinde nakit olmayan ödeme yöntemi kullanmanın önemli bir sıçrama yaşadığı gözlenmektedir. Teknoloji alanında yaşanan gelişmeler finansal yönden birçok etki ortaya çıkartmakta, yeni hizmetlerin önünü açmaktadır. Bu duruma örnek olarak ATM, akıllı kartlar, EFT sistemleri, mobil ödemeler ve kredi kartları gibi hizmetler gösterilebilir (Özbaş, 2019: 87).

Elektronik paralar için Digicash, Cybercash, First virtual, Paypal, Checkfree, Visacash örnek olarak verilebilir. E-para, nakit para ve kartlı ödemelerin tüm avantajlarını kapsamaktadır. E-para sisteminde sahtesinin üretilmesinin zor olması, saklama maliyetinin çok düşük olması, depolama ve taşıma maliyetinin ihmal edilebilir olması, en küçük para birimine bölünebilir olması ve uluslararası bir ödeme aracı olarak kabul edilebilir olması öne çıkan özelliklerindedir. E-paranın, 1990'lı yılların başında kağıt para gibi bir ödeme aracı olacağı öngörülmüştür. Fakat e-para, bankaların ürünleri olan kredi kartları ve banka kartları piyasasında başarılı olamadığından işlem hacmi çok düşük kalmış ve başarılı olamamıştır. 2001 yılında Uluslararası Ödemeler Bankası, elektronik parayı kart tabanlı ve yazılım tabanlı ürünler olarak ele almıştır. Kart tabanlı

ürünleri önceden ödenmiş kartlar ve elektronik cüzdanlar olarak belirtmiştir. Yazılım tabanlı ürünleri ise bilgisayar yazılımları içerisinde saklanabilen dijital para olarak açıklamıştır (Geçer, 2014: 204). Elektronik paralar telefon, tablet, temassız kart gibi sunucular üzerinde kişiler için saklanabilmekte ve transfer edilebilmektedir. Fakat yatırım amacıyla kullanılamamaktadır. Dijital para dünyanın her yerine anlık ödemeyi kolaylaştırmakta ve merkezi otoriteden bağımsız bir para birimi olmaktadır. Ayrıca matematiksel algoritmalara dayanmakta ve şifreleme metodu ile korunmakta ve uçtan uca alışveriş deneyimi sağlamaktadır (Karaçallık, 2018).

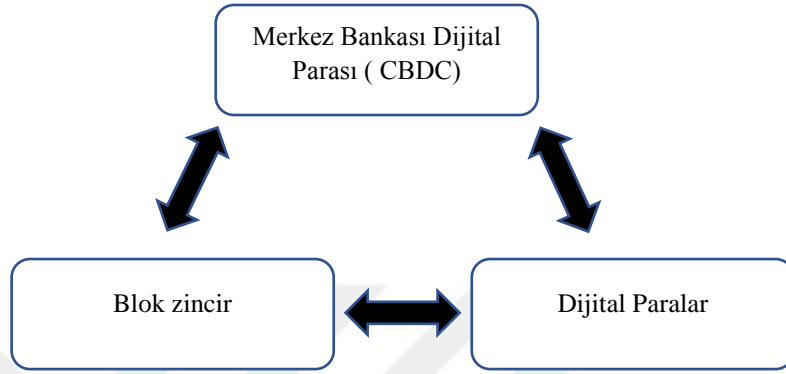
1.3.3 Dijital Paralar

Son yıllarda teknolojik gelişmeler hızlı bir şekilde artmaktadır. Bu gelişmeler karşısında harcama alışkanlıkları geleneksel alışveriş ve ödeme yöntemlerinin kullanımını azaltmaktadır. Bunun yerine kullanım alanı genişleyen elektronik alışveriş ve ödeme yöntemleri almaya başlamıştır. 2009 yılında özel sektör tarafından piyasa sürülen dijital paralar hem sayı hem de işlem hacmi olarak hızlı bir şekilde artmaktadır. Günümüzde yaklaşık sayı bin yedi yüz civarı ve yıllık işlem hacmi beş yüz milyar dolar civarında seyretmektedir. Ayrıca dijital paraların hızla gelişmesi ve yükselmesi Merkez Bankasını etkileme açısından son derece önemlidir. Özel sektöre ait paraların kullanımının yaygınlaşması, fiziki paranın yasal ödeme aracı olma özelliğini etkisiz bırakacak ve bu durum da Merkez Bankalarının senyoraaj gelirinin düşmesine neden olacaktır. Böylece Merkez Bankası kontrolünde olan paranın kullanımı azalacağından para arzını kontrol etmede zorluk yaşayacaktır. Sonuç olarak Merkez Bankasının en önemli silahı konumunda olan para politikası etkinliğinin olumsuz yönde etkilenmesine yol açacaktır. Ayrıca günümüzde Merkez Bankaları, anonim dijital paralara karşı para arzı ve dolayısıyla para politikası üzerinde kontrolü kaybedileceği ihtimaline karşılık Merkez Bankası Dijital Parası oluşturmak için çalışmalar yapmaktadır (Al ve Akyazı, 2019: 574).

Merkez bankasının dijital paraları aslında geleneksel anlamda merkez bankaları tarafından basılan ve yönetilen bir para biçiminde olmalarına rağmen dijital forma sahip olması ile farklılaşmaktadır. Kripto paralar ise karmaşık matematiksel yapıların ve algoritmaların ürünü olarak farklı sanal topluluklar tarafından yönetilir. Merkez bankası dijital paraları ve kripto paraların ikisi de blok zincir (blokchain) teknolojisi temellidir

ve dağıtık defter teknolojisi ile (distributed ledger technology) tüm işlemlerin farklı birimler tarafından değerlendirilmesine, kaydedilmesine ve güncellenmesine imkân vermektedir (Wilson, 2020).

Şekil 1. Dijital Para Döngüsü



Kaynak: Ward ve Rochemont, 2019: 5

Dijital paralar merkez bankaları için yeni meydan okumalar ortaya çıkarabilir. Kredi ve para ayrımı, para tabanı ve geniş paranın birleştirilebilmesi ile merkez bankası para arzını doğrudan ve kredi yaratım sürecinden bağımsız olarak kontrol edebilir. Dijital paraların varlığı bu anlamda merkez bankasının para basma hakkını, ödemeler sistemini ve para politikasının yürütülme şeklini etkileyebilecektir (Tolle, 2016). Aslında internette değer kavramı taşıyan tüm paralar sanal ya da dijital para olarak tanımlanabilir.

Dijital ya da geleneksel merkez bankası paralarından farklı olarak, kripto paraların değeri tamamıyla piyasa tarafından belirlenmektedir ve bu nedenle para politikası ya da dış ticaret fazlaları gibi ekonomik faktörlerden etkilenmemektedir. (Wilson, 2020). Fakat genellikle sanal para uygulama içi satın alımlarda kullanılmaktadır. Kripto paraların tamamı birer dijital paradır. Ancak tüm dijital paralar birer kripto para değildir (www.medium.com, 2020). Dijital paralar, sanal paralar ve kripto paralar başlığı altında aşağıda yer almaktadır.

➤ Sanal Paralar

Sanal para, uluslararası ödemeler bankasına göre herhangi bir merkez bankası, kredi kuruluşu ya da e-para kuruluşu tarafından ihraç edilmemiş ve bazı durumlarda paranın yerine alternatif olarak kullanılabilen varlığın temsili olarak tanımlanmaktadır. Herhangi bir varlığın para olarak kabul görmesi için paranın temel üç fonksiyonu olan

mübadele, ölçü birimi ve değer saklama aracı olma özelliklerini taşıması gerekmektedir. Sanal paranın başta değerlerindeki yüksek oynaklık olmak üzere uzun vadeli yatırım aracı olarak kullanılmalrı kısa süre içerisinde bile sanal paraların değer saklama aracı işlevi görmelerine engel olmaktadır (ECB, 2015: 23-25).

Sanal paraların kullanım seviyeleri düşük olduğu için sanal paraya ilişkin ortaya çıkabilecek riskler (paranın çalınması, paranın sahtekarlığı yapılması gibi) düşük kalmaktadır. Sanal paranın risk seviyesi ekonomi genelinde de daha düşüktür. Gelecekte herhangi bir sanal paranın yaygın bir şekilde kullanılması durumunda merkez bankaları bazı problemler ile karşılaşacaktır. Merkez bankalarının para politikalarını uygulama konusundaki etkinliklerinin azalmasına yol açacaktır. Bunun nedeni sanal paraların itibari para birimlerine alternatif şekilde kullanılacak olmasıdır. Bunun sonucunda da merkez bankalarının para ve kredi sürecindeki kontrollerinin azalmasına yol açacaktır (Üzer, 2017: 123-124).

➤ Kripto Paralar

Kripto para herhangi bir merkezi olmayan, yazılımcılar tarafından güçlendirilen ve ekosistemini her geçen gün genişletmekte olan sayısal bir değeri bulunan, arzının sınırlı olmasından ötürü elektronik bir emtia olduğu söylenebilir. Bu sistem ile banka veya kredi kartlarında olduğu gibi üçüncü bir aracı olmadan direkt olarak kullanıcıdan kullanıcıya transfer sağlanabilmektedir. Günümüz bankalarında EFT işlemleri belirli saatlerde yapılabilirken, sanal para sisteminde zaman sınırı olmamasından dolayı dünyanın herhangi bir noktasına transfer işlemi yapılabilir. Kripto paranın itibari paralardan farklı olduğu durum ise arkalarında arzını kontrol eden herhangi bir otoritenin bulunmamasıdır. Bitcoinin¹ arkasında bir devlet ya da arzını kontrol eden kuruluşlar olmamasından dolayı bu noktada itibari paralardan farklılaşmaktadır (Tüfek, 2017: 66-69).

Küresel piyasada kripto para birimleri lüks mal satın alma, uluslararası para transferleri, bağış vb gibi ürün ve hizmetlerin satın alınmasında giderek yaygınlaşmaktadır. En eski ve en büyük blok zinciri ağı olan Bitcoinin ardından Ripple, Ethereum, Bitcoin cash, Litecoin, Monero vb. gelmekte ve piyasada 1300'den fazla kripto para bulunmaktadır. Kripto para sanal özellikli bir para olduğundan değeri

¹ Bitcoin, dijital para ekonomisini oluşturan kavramlar bütünüdür. Sanal ödeme yöntemi olan bitcoin, diğer para birimleri gibi kabul görmese onlardan bir farkı yoktur. İlk kripto para birimi olan bitcoin için dijital bir para birimi olduğu söylenebilir (Pirinççi, 2018: 48).

kullanıcılar tarafından kabul edilmesine bağlıdır. Değeri piyasalardaki arz ve talebe göre oluşan en yaygın kullanılan kripto paralar ise bitcoin, ethereum, litecoin ve ripple'dir (Nair ve Motwani, 2018: 36-37).

Merkez bankası parası olmadan ödemeler kripto para yoluyla gerçekleşmemektedir. Değişimin ulusal para cinsinden gerçekleşmesi kripto parayı gerçek anlamda bir para kılmamaktadır. Bunun nedeni, paranın temel fonksiyonlarının tamamını eksiksiz olarak bünyesinde barındırmaması ve ulusal paralar olmadan işlemi tamamlayamamasıdır. Bu durum altın madeni gibi bir işleve sahip olduğunu ve likiditesinin ulusal paralar olmadan sınırlı kaldığını göstermektedir (Alpago, 2018: 424-425). Ayrıca kripto para da günlük fiyat değişmelerinin yaşanması spekülasyon yatırımcılar nedeniyle işlem hacminin artmasına yol açmaktadır. Fakat ödeme sistemi açısından sağlıklı sanal para birimlerinin en büyük engellerinden biri hukuki zeminin olmamasıdır (Pirinççi, 2018: 51).

Kripto para küresel ölçekte para piyasalarına katılımın artmasında rol oynamaktadır. İşlem maliyetlerinin düşük olması, fiziki olarak bir bankaya erişime gerek olmaması, transferlerin hızlı ve güvenilir olması nedeniyle tercih edilmektedir. Hiperenflasyonla karşı karşıya gelen ülkeler için alternatif bir çözüm de sunabilmektedir. Ancak kripto paralar merkez bankalarının para politikasındaki geleneksel rolünü tehdit etmektedir. Fiyat paranın kullanımındaki azalma, para politikası aktarım mekanizmasını zayıflatacak ve merkez bankasının son başvuru mercii rolünü zayıflatabilecektir. Bu nedenle merkez bankalarının kendi dijital paralarına sahip olması politika oranının para ve kredi piyasaları üzerindeki etkisini şekillendirecektir (Word ve Rochemont, 2019: 6).

Geçmişten günümüze para insanlığın günlük yaşamında önemli bir yer tutmaktadır. İnsanoğlu birçok para sistemi kullanmıştır. Bilinen en eski para örneği altın ve gümüş gibi değerli metallerdir. Ticaret ve ekonominin gelişmesi sonrası madeni paraların kullanımı sorun haline dönüşmüştür. Daha sonra bunun yerine devletler kendine has para birimlerini kullanmaya başlamıştır. Teknolojinin hızla gelişmesi para üzerinde de etkisini göstermiştir. Bankacılık sektörünün gelişmesi ile banka parası olan kaydi para ortaya çıkmıştır. İnsanların internet kullanımının artması harcamalarını online olarak yapmasına yol açmıştır. Teknolojik yeniliklerin hızlanması ile sanal

paralar ortaya çıkmıştır. Sanal paraları diğer paralardan ayıran en önemli özelliği herhangi bir otoriteye bağlı olmamasıdır.

Sanal paraların herhangi bir otoriteye bağlı olmaması ve alımda yaşanan yüksek oynaklıklar kullanım seviyelerinin düşük kalmasına yol açmıştır. Fakat gelecek dönemlerde yaygın olarak kullanılma durumları olması halinde para politikalarının uygulanmasında Merkez Bankaların etkinliklerinin azalmasına neden olacaktır. Kripto paraların merkez bankası parası olmadan ödeme gerçekleştirememesi kripto parayı gerçek anlamda bir para kılmamakta ancak ekonomi içerisindeki önemi artmaya devam etmektedir. Burada altın madeni gibi bir işleve sahip olduğunu ancak kullanım açısından daha pratik olduğunu göz önünde bulundurmak gerekiyor. Aynı zamanda kripto paranın kullanımının artması, devletler ve merkez bankaları açısından ciddi problemleri (kullanıcı adresi hatası, cüzdan dosyasının kaybolması, kullanıcı adresi sahtekarlığı) beraberinde getirebilecek olduğundan bu alanda önlemlerin alınması gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

1.4. Para Arzı ve Para Talebi

Bu bölüme iki başlık altında yer verilmektedir. İlk bölümde para arzı tanımı, para arzı teorileri olan Klasik yaklaşım, Chicago yaklaşımı ve Modern yaklaşımdan bahsedilmektedir. İkinci bölümde para talebi tanımı ve para talebi teorilerinde yer alan Klasik para talebi teorisi, Keynesyen talebi teorisi ve Monetarist para talebi teorisi ve diğer para talebini etkileyen faktörlere yer verilmektedir.

1.4.1. Para Arzı Tanımı

Para arzının belirlendiği süreçte üç farklı aktör vardır. Bu üç farklı aktör; Merkez Bankası, banka dışı özel sektör (halk) ve bankalardır (Yıldırım vd, 2016: 611). Para arzını belirleyen iki temel unsur vardır; bunlar parasal taban ve para çarpanıdır. Merkez Bankası bir yandan vadesiz zorunlu karşılık oranlarıyla diğer yandan da vadeli mevduatların zorunlu karşılık oranlarıyla para arzının değiştirilmesinde etki yaratırken, para arzının değişmesinde bankaların ve halkın da etkisi ortaya çıkmaktadır. Bu sistemde “Merkez Bankası parasal tabanı tek başına kontrol edebilir; ancak para arzını tek başına kontrol edemez” şeklinde bir söyleyiş bulunmaktadır (Özdurak. 2015: 595).

Tablo 1. Para Arzı Tanımları

Açıklama	Dolaşıma Çıkan Banknot ve Madeni Para	Türk Lirası Vadesiz Mevduat	Yabancı Para Vadesiz Mevduat	Türk Lirası Vadeli Mevduat	Yabancı Para Vadeli Mevduat	Para Piyasası Fonları	İhraç Edilen Menkul Değerler	Repo
M₁ (Dar anlamda)								
M₂ (Geniş anlamda)								
M₃ (En geniş anlamda)								

Kaynak: Koyuncu, 2019: 22

Para arzı tanımları ekonomide dar anlamda, geniş anlamda ve en geniş anlamda tablo 1’de gösterilmektedir. Dar anlamda dolaşıma çıkan kağıt para, madeni para ve bankalardaki vadesiz mevduatlardan oluşmaktadır. Dar anlamda para arzına bankalarda açılan vadeli mevduat hesaplarının eklenmesiyle geniş anlamda para arzı oluşmaktadır. Geniş anlamda para arzına para piyasası fonları, ihraç edilen menkul değerler ve repodan sağlanan fonların eklenmesi sonucu en geniş anlamda para arzı oluşmaktadır (Koyuncu, 2019: 21).

Dolaşımdaki kağıt ve madeni para ile banka rezervleri parasal tabanı oluşturmaktadır. Para tabanı ile para arzı arasındaki durum para çoğaltanıyla ilişkilidir (Yıldırım vd., 2016: 618-619). Dolayısıyla merkez bankası para arzında ortaya çıkan değişikliği belirleyebilmek için diğer bilinmesi gereken kavram para çarpanıdır. Bir ekonomide, merkez bankası para arzını değiştirmek istediğinde parasal tabanda değişime giderek para çarpanı işleyişi üzerinden bunu yapabildiği gibi para politikalarıyla da zorunlu karşılık oranları üzerinden para arzını değiştirebilir (Özdemir, 2015: 595-596). Merkez Bankaları dolaşımdaki ve banka kasalarındaki paraya doğrudan müdahalede bulunamadığından bilançolarındaki kalemleri kullanarak piyasadaki para miktarını belirler ve kaydi para yaratarak ekonominin durumuna yön verir. Merkez Bankaları parasal taban ve para çoğaltanını kontrol etmek yoluyla para arzı sürecini yönetmektedir (Biçici, 2015: 5).

Üretim sürecine bağlı olarak talep edilen krediler bankalar tarafından sağlanabilmektedir. Bunun için de gerektiğinde merkez bankası likiditenin son kaynağı olma işlevini üstlenerek bankalara rezerv sağlamaktadır. Bundan dolayı para arzının

belirlenmesi para talebine bağlı bir durumdur. Merkez Bankası parasal tabanını doğrudan kontrol edebilmektedir. Parasal tabandaki artışın para arzını ne kadar etkileyeceği para çarpanı değerine bağlı bir durumdur. Para çarpanının değeri ise merkez bankasının dışında bireylerin ve ticari bankaların kararlarına göre ortaya çıkmaktadır. Daha doğru bir ifade ile para çarpanının değeri para talebine göre belirlenmektedir (Aydın, 2015: 17-18).

Teknolojik gelişmelerin yaşanması ve rekabetin artması, e-para arz eden özel sektördeki kurumlar para arzı üzerindeki devlet tekelinin kırılmasına yol açmıştır. Geçmişte özel kurumlarca basılan paralara uygulanan vergi ve düzenlemeler sonucu özel para arz eden kurumların bu alandan çekilmesi sağlanmıştır. Günümüzde yaşanan teknolojik ilerlemelerle herhangi bir millete ait olmayan özel para kavramları, teknolojik gelişmeyi engelleyici yasal düzenlemelerde bulunulmasını merkez bankası açısından daha da zorlaştırmaktadır. Çünkü e-para sisteminde para arz edenlerin fiziksel bir yere sahip olma zorunluluğu bulunmamaktadır (Tabak, 2002: 29). Günümüzde Merkez bankaları piyasada dolaşımda bulunan parayı çeşitli para politikaları ile kontrol etmeye çalışmaktadır. Fakat e-para üzerinde yaşanan gelişmeler ile Merkez bankası hesaplarında bankalar daha az para tutabilecektir. Bu durum merkez bankaları üzerinden yaratılan paraya olumsuz etki edecektir.

1.4.2. Para Arzı Teorisi

Para arzının büyük kısmı merkez bankasının doğrudan kontrolünde olmayan bankalardaki mevduatlardan meydana gelmektedir. Para arzının belirlenmesi istenirken tüm değişkenler merkez bankası tarafından kontrol edilemeyecek kadar büyüktür. (Yıldırım vd., 2016: 611). Para miktarı ile ekonomik büyüklükler (milli gelir vb) arasında önemli bir ilişki vardır. Para miktarındaki değişiklikler, ekonomik değişkenlerin ne yönde hareket edecekleri konusunda önemli rol üstlenmektedir. İktisatçılar para miktarı ile ekonomik aktiviteler arasındaki ilişkiyi kabul etmekle birlikte para miktarı üzerinde kabul ettikleri ortak bir tanım bulunmamaktadır (Eroğlu, 2004: 33).

Para arzı ile ilgili dört farklı görüş bulunmaktadır. Bunlar sırasıyla Klasik yaklaşım, Chicago yaklaşımı, Gurley-Shaw yaklaşımı ve Modern görüş olarak sıralanmaktadır.

➤ Klasik yaklaşım

Klasikler paranın tanımında sadece mübadele aracı üzerinde durmuşlardır. Bu görüşte göre para bir değişim aracı olarak kabul edilir. Bu nedenle değişim aracı olarak kullanılan her şey para arzı tanımına girmektedir. Klasiklere göre çek ve banka kartı sistemi gelişmiş ülkelerdeki para arzı, dolaşımdaki para ve vadesiz mevduatın toplamından oluşmaktadır (Özyurt, 2012: 99-100). Klasik görüşe göre para yansızdır. Klasik görüş para arzındaki değişmelerin reel değişkenleri etkilemediğini, sadece parasal değişkenleri etkilediğini savunmaktadır. Bu sebeple paranın değeri ve fiyatlar genel seviyesi para arzı tarafından belirlenmektedir. Klasik iktisatçılara göre para arzı artışları, fiyatlar genel seviyesini artırarak reel ücretleri düşürecektir. Böylelikle ekonomide tam istihdam seviyesi, parasal işlemlerle sağlanmış olacaktır. Klasik iktisat teorisine göre para mübadeleyi kolaylaştıran ve iş bölümünün gelişmesini sağlayan faydalı bir araçtır (Mutafoğlu, 2019: 15).

➤ Chicago yaklaşımı (Monetarist yaklaşım)

Monetarist yaklaşıma göre para arzı, vadesiz ve vadeli mevduatlar ile nakitlerin toplamından meydana gelmektedir. Bu görüşe göre hanehalkı tarafından nakit, vadesiz mevduatlar ile vadeli mevduatlarla ikame edilebilecektir (Özdurak, 2015: 586-587).

Bu yaklaşıma göre para arzı, dolaşımdaki para, çek mevduatı, vadesiz mevduat ve vadeli mevduatların toplamından oluşmaktadır. M. Friedman'a göre para arzı, tedavülde bulunan banknot ve ufaklık madeni paralardan oluşan nakit para ile konsolide vadesiz ve vadeli mevduat toplamına eşittir. Klasik teorisyenler, para arzı ile milli gelir ve para arzı ile milli gelir arasında bir bağlantı olduğunu ve gelirdeki artışların para arzındaki artışlarla açıklanabileceğini savunmaktadırlar (Gülşen, 2009: 30).

➤ Modern görüş (Krediyi içeren görüş)

Bu görüşte kredi ve para aynı anlamda kullanılıyor çünkü kredi politikası para politikasının en önemli aracı kabul ediliyor. Ancak para arzını tanımlarken elektronik paranın bu tanım içerisinde yer alıp almayacağı noktasında uzlaşma yoktur. Bu noktada ilave edilebilir ki mübadele aracı olarak kabul gören objeler zaman içerisinde değişim geçirebildiğinden para arzı tanımları da farklılaşabilecektir (Özyurt, 2012: 100).

➤ Gurley-Shaw yaklaşımı

Neo Keynesyen (Gurley-Shaw görüşü) yaklaşıma göre ekonominin bir döneminde alternatif likit değer olarak kabul gören unsurlar, para arzı kapsamında bulunmalıdır. İktisadi varlıklara örnek olarak ise halkın kabul ettiği tahviller, çekler, senetler, katılım belgeleri para arzı tanımı içerisinde yer almaktadır (Özdurak, 2015: 586-587). Bu yaklaşımda adı geçen iktisadi varlıkların ikame ölçümleri yapılmaktadır. Ölçümleme yaparken para ve çek mevduatına “1”, ikame gücü zayıf olanlara “0” değeri verilmektedir. Diğer varlıklara ise bir ile sıfır arasında bir değer verilmesi para arzı “M” bu değerlerin ağırlıklı toplamı olarak hesaplanmaktadır (Gülşen, 2009: 30).

1.4.3. Para Talebi Tanımı

Para talebi iktisatçılar tarafından çeşitli yönlerden açıklanmaya çalışılmıştır. Para talebinin önemi makro ekonomik değişkenlerle ilgili sonuçlara varılmak istenmesinden gelmektedir. Ayrıca makro ekonomik ekollerin ve ülkelerin para politikasının belirlenmesinde önemli bir yere sahip olmasından dolayı para talebi çeşitli okullar tarafından araştırılmıştır. Geliştirilen tüm teoriler, “*insanlar niçin ve ne miktarda para tutarlar?*” sorusuna cevap vermeyi amaçlamaktadır. Buradan da yola çıkarak para talebi, ekonomideki aktörlerin çeşitli amaçlarla ellerinde bulundurmak istedikleri toplam para miktarı olarak tanımlanabilir. Ekonomideki aktörler ellerinde tuttıkları parayı finansal varlıklara da dönüştürebilmektedir. Bu noktada para talebi teorileri portföylerini oluşturan aktörlerin nasıl karar verdiklerini açıklamaya çalışmaktadır. Sonuç olarak para talebi teorisi, mikro düzeyde bireylerin; makro düzeyde ise ekonomik birimlerin, niçin ve ne miktarda para tutmak istediklerini araştırmakta ve tutulan para miktarındaki değişimlerin ekonomik yansımalarını incelenmektedir (Özkan, 2019: 53).

1.4.4. Para Talebi Teorileri

Para talebi üzerine üç farklı görüş vardır. Bu görüşler Klasik miktar teorisi, Keynesyen para talebi ve Friedman’ın modern miktar teorisi olarak üçe ayrılmaktadır.

➤ Klasik miktar teorisi

On dokuzuncu ve yirminci yüzyılın başlarında klasik iktisatçıların geliştirdiği paranın miktar teorisi, toplam gelirin nominal değerinin nasıl açıklandığına dair bir teoridir. Bu teorinin en önemli özelliği, faiz oranlarının para talebi üzerinde herhangi bir

etkisinin olmadığını savunmasıdır (Mishkin, 2016: 517). Paranın miktar teorilerinin en önemli ikisi Fisher ve Cambridge yaklaşımıdır. Klasik miktar teorisinde yer alan Fisher yaklaşımı kişilerin işlem amacı ile toplam harcamalarının belirli bölümünü (K oranında), reel para (M/P) olarak tuttuğunu savunmuştur. Fisher yaklaşımı aşağıdaki denklemi oluşturmaktadır (Keyder, 2002: 302-303):

$$M/P = KT$$

P: Fiyatlar genel seviyesi

K: Halkın elinde tutmak istediği paranın belirli bir oranı

T: İşlem hacmi

Paranın dolanım hızı: $1/K$

Böylece Fisher'in aşağıdaki denklemi oluşturmaktadır.

$$M.V = P.T$$

Klasik miktar teorisinin diğer yaklaşımı olan Cambridge yaklaşımı, bireylerin para talebini işlem ve servet amaçlı olarak kullandığını savunmuştur. Cambridge iktisatçıları, para talebinin nominal gelir ile orantılı olabileceğini savunmaktadır. Para talebi fonksiyonu aşağıdaki denklemde gösterilmektedir (Yıldırım vd, 2009: 629-630):

$$M^d = k.PY$$

➤ Likidite tercih Teorisi

J.M. Keynes tarafından geliştirilen para talebi teorisine Likidite Tercihi Teorisi adı verilmiştir. Bu teoriye göre para talebi fonksiyonu:

$$MD = f(P, Y, R)$$

P = Fiyatlar genel seviyesi

Y = Milli gelir seviyesi

R = Faiz oranı

Keynese göre para işlem, ihtiyat ve spekülasyon güdüsü ile talep edilmektedir. İşlem ve ihtiyat güdüsü ile talep edilen para, fiyatlar genel düzeyi ile milli gelirin artan bir fonksiyonudur. Spekülasyon güdüsü ile para talebi faiz oranının azalan bir fonksiyonudur. Faiz oranı artarsa spekülasyon güdüsü ile para talebi azalır (Bocutoğlu, 2009: 145).

İşlem güdüsüyle insanların para talep etmeleri günlük alışverişlerinde ihtiyaç duydukları para miktarını ifade etmektedir. Keynesyen iktisatçılar da klasikler gibi gerçekleştirilen işlemlerin gelirle orantılı olduğuna inandıklarından para talebinin işlem

amaçlı bileşenin de gelirle orantılı olduğunu kabul etmektedir. İhtiyat amaçlı para talebi, insanların beklenmedik durumlara karşı yanlarında tuttıkları para talebini ifade etmektedir (Mishkin, 2000: 171). Likidite tercihinde spekülasyon güdüsüyle para talebi, insanların sadece işlem ve ihtiyat amaçlı değil; aynı zamanda servetlerini de saklamak amacıyla para tutmak isteyebileceklerini savunmaktadır. Keynes, paranın sadece gelir ile değil faiz oranları ile de orantılı olduğunu savunmaktadır. Bu sebeple tahvil ve paranın getiri olan faiz oranları dikkat alınmıştır. Faiz oranlarının yükselmesi durumunda; tahvile olan talepte artış olacak, para talebi azalacaktır. Aksi durumda bireyler ellerinde tahvil yerine parayı tutmayı tercih edeceklerdir (Biçici, 2015: 10)

➤ Friedman'ın modern miktar teorisi

Milton Friedman tarafından yeni bir para talebi teorisi geliştirilmiştir. Keynesyen ve Cambridge yaklaşımına yakın duran bu teoride Friedman herhangi bir varlığa (tahvil, hisse senedi gibi) yönelik talebi etkileyen faktörlerin para talebine de etki edeceğini savunarak, portföy tercihleri teorisini paraya uygulamıştır. Portföy tercihleri teorisi, para talebinin, kişilerin servetlerini ve para dışındaki varlıklarını maksimize etmek isteyeceklerini belirtmektedir. Bu kişiler servetini tahvil, hisse senedi ve mal biçiminde tutmak isteyebilir. Bu yüzden Friedman, modern miktar teorisinde reel para talebi fonksiyonunu aşağıda yer aldığı gibi yazmaktadır (Yıldırım vd., 2009: 641-642):

$$MD = f (Y_p, R, P_e, u)$$

MD = Reel para talebi

Y_p = Sürekli gelir

R = Finansal aktiflerin beklenen getiri oranı

P_e = Beklenen enflasyon oranı

U = Para talep edenlerin zevk ve tercihleri

Uzun dönemde beklenen ortalama gelirin artması para talebini artırmakta iken; tahvil, hisse senedi ve beklenen enflasyonun artması durumunda ise para talebi azalacaktır. Bireyler uzun dönemde refah düzeyinin artması yani beklenen getirinin artması ile para talebini artıracaktır. Bireyler artan refah düzeyini devam ettirmek için ellerinde para bulundurmamak isteyeceklerdir. Diğer yandan, paranın alternatif maliyeti olan hisse senedi ve tahvil getirileri artması durumunda ise insanlar fırsat maliyetinden kaçınmak için tahvil ve hisse senedine yönelecektir. Böylece paraya olan talepleri azalacaktır. Para talebi enflasyon oranı ile negatif ilişkilidir. Beklenen enflasyonda artış

olması mal fiyatlarında da aynı düzeyde artış olması ile para talebi azalacaktır (Biçici, 2015: 11).

Sonuç olarak, Milton Friedman'a göre paranın fırsat maliyetinin olması insanların para ve diğer varlıklar arasında bir seçim yapabilmesini ifade edebilmektedir. Keynes'in likidite tercihi teorisinden ayrı olarak paranın getirisi sabit olarak değil, değişken ve ikame edilebilir varsayılmaktadır. Ayrıca Friedman teorisine göre faiz oranlarının etkisi bankacılık sektöründe rekabetçi bir yapının olması nedeniyle para talebi üzerinde hafif kalmaktadır. Bu nedenle rekabetin olduğu ortamda paranın getirisi olan mevduat faizleri ile tahvil ve hisse senedinin getiri oranları aynı anda yükselmektedir. M. Friedman'a göre rekabetçi ortamın ortaya çıkardığı bu olguda paranın getirisi dışında uzun dönem ortalama gelirin para talebi üzerinde güçlü etkileri olduğu sonucuna ulaşılmaktadır (Biçici, 2015: 11-12).

➤ Para Talebini Belirleyen Diğer Faktörler

Keynes ve Friedman teorilerindeki gelir ve servet düzeyi, fiyatlar genel düzeyi ve faiz oranları faktörleri dışında para talebini etkileyen başka faktörler de bulunmaktadır.

• Kurumsal Faktörler

Bankacılık alanının gelişebilmesi için bireylere ve firmalara kredi verilebilmesi, bankalar arası fon akımının etkinliğinin artması, ödeme risklerinin azalması, kredi verilmesi için kolaylık sağlanması, vergiden muaf olunması ve bankacılık sisteminde teknolojik gelişmelerin yaşanması, para talebini etkilemektedir. Ayrıca ücretlerin ve maaşların haftalık, aylık veya üç aylık şekilde yatırılması da para talebini etkilemektedir (Biçici, 2015: 13).

• Gerçek GSYH

Ayda 10.000 dolar geliri olan bir hane, aylık 1.000 dolar geliri olan bir hanehalkından daha fazla miktarda para talep edebilir. Bu ilişki, paranın normal bir mal olduğunu gösteriyor: gelir arttıkça, insanlar her faiz oranında daha fazla para talep ediyor ve gelir düştükçe daha az talep ediyorlar. Reel GSYH'deki bir artış, ekonomi genelinde gelirlerin artışına yol açacaktır. Bundan dolayı ekonomide para talebi, gerçek GSYH daha büyük olduğunda muhtemelen daha da artacaktır (www.courses.com, 2020).

- Ödeme Yöntemleri

Para talebini etkileyen diğer bir faktör ödeme yöntemleridir. Mal ve hizmetlerin değiş tokuşunu kolaylaştıran araçlar, işletim araçları, işletim süreci ve haberleşme ağı bu noktada örnek gösterilebilir. Bu sistemlerin gelişmesi, para talebini ve paranın dolaşım hızını yakından ilgilendirmektedir. Ödeme yöntemlerinin değişmesi oranında para talep edilecek ve paranın dolanım hızı da buna bağlı bir şekilde artış gösterecektir (Biçici, 2015: 13).

- Fiyat Düzeyi

Fiyat seviyesi ne kadar yüksekse, belirli miktarda mal ve hizmet satın almak için o kadar fazla para gerekmektedir. Diğer tüm şeyler değişmeden, fiyat seviyesi ne kadar yüksek olursa, para talebi o kadar artacaktır (www.courses.com, 2020).

- Beklentiler

Para talebini olumlu ya da olumsuz etkileyebilecek olan diğer bir faktör geleceğe yönelik beklentilerdir. Bireyler, uzun dönemde ekonomide bozulma meydana geleceğini ön görürlerse portföylerindeki hisse senedi, tahvil veya gayrimenkul gibi yatırım araçlarının miktarını azaltacaktır. Dolayısıyla paraya olan taleplerini arttıracaklardır. Fakat beklentilerin olumlu ve güven verdiği bir ekonomide kişilerin paraya olan talepleri azalacak ve alternatif başka araçlara yönelik talep artacaktır (Biçici, 2015: 13).

1.5. Para Politikası Amaçları

1.5.1. Fiyat İstikrarı

Fiyat istikrarı, bireylerin tüketim, tasarruf ve yatırım kararları alırken dikkate almaya gerek duymadıkları kadar düşük seviyede fiyat artışını ve bu oranın sürdürülebilirliğini ifade etmektedir. Gelişmiş ülkelerde fiyat artışının % 1-2'lik, gelişen ülkelerde % 4-5 civarında olması kabul edilebilir bir düzeydedir. Ülkelerin fiyat düzeylerinin kabul edilebilir seviyede gerçekleşmesi ile milli paraları üç önemli fonksiyonu olan değişim aracı, hesap birimi ve servet birikim aracı sarsılmadan istikrarlı bir şekilde sürmektedir. Ancak sıfır fiyat artışı piyasalarda daralmaya neden olarak ekonomik durgunluk ortaya çıkarmaktadır (Özyurt, 2006: 227-228).

Fiyat istikrarının sağlanması ülkelerin yerel para birimlerinin değerinin korunması anlamına gelmektedir. 1970'lerle dünya genelinde sürekli olarak enflasyon

yaşanması fiyat istikrarının önemini ortaya çıkarmıştır. Fiyat istikrarının sağlanmasının önemli faydaları olacaktır. Bu faydalar (Çağlayan, 2018: 6-7);

- Tüketim ve yatırım kararlarının etkin verilmesini sağlamaktadır. Böylece ülke kaynaklarının kullanımı verimli alanlara kayarak büyüme potansiyelini artıracaktır.

- Tasarruf sahiplerinin ve yatırımcıların faiz oranlarındaki risk priminin azalmasını sağlayacaktır. Bunun sonucunda azalan yatırım kararı maliyetleri ve artan getiriyle üretken yatırımlar gerçekleşecektir.

- Sabit gelirliler insanları gelir dağılımının bozulmasına karşı korumuş olur.

- Vergi ve sosyal güvenlik sistemlerinde yaşanan çarpıklıklar azalmış olur.

Fiyat istikrarının sağlanamaması durumunda karşılaşılabilecek olumsuzluklar ise şunlardır (Paya, 2013: 168);

- Enflasyonun değişken olması enflasyonist öngörülerde bulunmayı zorlaştırmaktadır. Borçlu-alacaklı ilişkisini zorlaştırır, finansal sistemin gelişmesini yavaşlatır. Böylece para ikamesi hızlanır ve yastık altı yabancı para saklama artış eğilimi artar.

- Fiyatlar genel seviyesinin normal düzeyin üstünde gerçekleşmesi paranın servet biriktirme fonksiyonunu bozarak paradan uzaklaşılmasına ve tasarrufların düşmesine yol açar (Çağlayan, 2018: 6-7).

- Enflasyonist oluşumların değişken olması ayrıca vergi rejiminin bozulmasına yol açar. Vergi oranlarının yükselmesine ve vergi hasılatının düşmesine neden olur (Paya, 2013: 168).

- Enflasyonun olumsuz olarak nitelendirilmesinde en önemli konu ekonomide belirsizlik yaşanmasıdır. Belirsizlik, ekonomik birimlerin geleceğe yönelik alacakları her kararı etkilemektedir. Bu durum hem üretim hem de tüketim açısından sağlıklı kararların alınmasını zorlaştıracaktır (Çağlayan, 2018: 6-7).

Sonuç olarak fiyatlar genel seviyesinin artması milli gelir ve istihdam seviyesini, dış ödemeler dengesini ve ekonomik faaliyetlerinin işleyişini olumsuz etkilemektedir.

1.5.2. Tam İstihdam

Ekonomilerde en başta gelen hedeflerden biri olan tam istihdam, emek faktörünün tamamının üretimde kullanılmasına denir. Emek faktörünün eksik ya da etkin olmayan bir şekilde istihdam edilmesi, ekonomide hasıla, gelir ve refah kaybına

neden olmaktadır. Para politikası uygulaması tam istihdamı sağlamak için konjonktürel, yapısal, mevsimlik ve friksiyonel işsizlik türlerinin önlenmesini amaçlamaktadır (Eroğlu, 2004: 151).

Tam istihdamda ölçüm yapılırken friksiyonel, mevsimlik ve yapısal işsizlik dışarıda bırakılmadığından, minimum işsizlik düzeyinin korunabilmesi de tam istihdam olarak kabul edilmektedir. Bu minimum seviye doğal işsizlik oranı olarak tanımlanmaktadır. Bu oran gelişmiş ülkelerde %3 olarak kabul edilirken gelişmekte olan ülkelerde %5 düzeyinde kabul edilmektedir (Çağlayan, 2018: 8).

Ülkelerin tam istihdamı sağlanması iki açıdan önemlidir (Mishkin, 2004: 411);

- Tam istihdamın sağlanmadığı durumlarda yüksek işsizlik ortaya çıkar. Dolayısıyla ailelerin maddi sıkıntı çekmesi onları suç işlemeye itmekte ve bu durum topluma artan oranda sosyal maliyet yüklemektedir.

- İşsizlik yüksek olduğu zamanlarda ülke ekonomisinde atıl emek faktörü ortaya çıkmaktadır. Böylelikle üretimde azalma ile beraber gelir ve toplumda refah kaybı yaşanacaktır.

1.5.3. Ödemeler Bilançosu

Günümüzde yaşanan küreselleşme süreci ekonomide para piyasalarını da etkilemektedir. Bu sebeple, ödemeler dengesinin yapısı para politikası için önemli bir yer tutmaktadır. Para miktarı, ödemeler dengesi üzerinde doğrudan ya da dolaylı bir şekilde etki etmektedir. Bunun nedeni faizlerin düşmesiyle sermaye hareketlerinin doğrudan etkilenmesidir. Ödemeler dengesi, kur, faiz ve fiyat istikrarı dolayısıyla para politikası ilişkileri küreselleşen dünyada karmaşık ilişkiler ortaya çıkarmaktadır. Gelişen dünyada ekonomideki tek hedefini enflasyon olarak belirleyen merkez bankası uluslararası piyasaya göre faizleri yükselterek yerel paranın aşırı değerlenmesine neden olurken enflasyonu da dolaylı olarak hafifletebilmektedir. Kurların düşüşü, ithal mal fiyatlarını düşürmekte, ithalattaki büyük artış arzı artırmakta ve yerli üreticiyi olumsuz etkilemektedir. Çünkü ithal mal ucuz olunca tüketici, yerli üreticiden mal almak yerine bu ucuz malların tüketimine yönelmektedir. Ancak enflasyonun bu şekilde kontrol edilmesi ülke ekonomisinde bir takım sorunlara yol açmaktadır. Dış ticaret dengesinin, ve ülke ekonomisinin rekabet gücünün bozulması cari açık, borç yükünün artışı ve işsizlik artışı gibi sorunlara yol açmaktadır. Bu nedenlerden dolayı para politikasının

tutarlı olması için dış denge haddini de göz önünde bulundurulması gerekmektedir (Paya, 2013: 172).

Ödemeler dengesi istatistikleri cari işlemler hesabı, sermaye hesabı ve finans hesabının yanı sıra net hata noksan, resmi rezervler hesaplarından oluşmaktadır. Cari işlemler hesabı gelir, mal ve hizmete ilişkin işlemleri göstermektedir. Cari işlemler hesabında gelirlerin toplamı giderlerin toplamından fazla ise cari işlem fazlası ortaya çıkmaktadır. Öte yandan giderlerin toplamı gelirlerin toplamından az ise cari işlem açığı görülmektedir. Sermaye hesabı, finansal olmayan ve üretilmeyen varlıklara bağlı işlemler ile sermaye hesabının nasıl finanse edildiğini göstermektedir. Finans hesabı ise cari işlemler ve sermaye hesabının toplamına eşit olduğu ya da olmadığı durumları göstermektedir. Toplanan verilerin farklı kaynaklardan (ölçme, derleme ve kayıt zamanları) alınmasından dolayı eşitliğin sağlanması için net hata ve noksan kalemleri kullanılmakta ve bu kalem, finans hesabından, cari işlemler hesabı ve sermaye hesabının çıkartılması ile ulaşılmaktadır. Cari işlemler hesabı içerisinde mal ve hizmet akışıyla ilgili işlemler yer alırken, sermaye hesabına ise sınır ötesi sermaye işlemleri kaydedilmektedir. Resmi rezervler hesabı ise merkez bankasının piyasaya müdahale ettiğinden yapılan döviz alım satım işlemlerinin sonucunda resmi rezervlerdeki değişmeyi göstermektedir (Mutafoğlu, 2019: 34).

1.5.4. Ekonomik Büyüme

İstikrarlı bir ekonomik büyüme ve tam istihdam hedefi birbirleriyle yakın ilişkilidir. Bunun nedeni işsizlik düşük olduğunda işletmelerde üretimi ve ekonomik büyümeyi artırmak için sermaye teçhizatına yatırım yapılma olasılığı daha yüksek olacak ve sermaye yoğun üretimine odaklanılacaktır. Aksi durumda işsizlik yüksekse, fabrikalar atıl durumda ise, fabrika ve teçhizat yerine emek yoğun üretim tercih edilecektir. İki hedef birbiriyle yakından ilişkili olsa da, politikalar özellikle firmaları yatırıma veya kişileri tasarruf etmeye teşvik edebilir. Dolayısıyla bu da firmalara yatırım yapmaları için daha fazla fon sağlayarak ekonomik büyümeyi destekleyebilir (Mishkin, 2004: 412).

Günümüz dünyasında para politikasının uzun dönemde yansız olduğu görüşü hakimdir. Para politikası uzun dönemde yansız ise ekonomik büyüme üzerinde doğrudan etkisi olamayacağı söylenebilir. Fakat dolaylı etkiler nedeniyle fiyat

istikrarının büyüme üzerinde olumlu etkileri olduğundan bahsedilmektedir. Para politikasının enflasyon sorununa karşı etkili bir araç olduğunun kabul edilmesi, para politikası ve ekonomik büyüme arasında dolaylı bir ilişki olduğu sonucunu göstermektedir (Paya, 2013: 169).

Ekonomik büyümenin istikrarlı olarak sürdürülmesi için ekonominin para ve kredi ihtiyacının zamanında karşılanması gerekmektedir. Ancak bazı gelişmekte olan ülkeler ekonomik büyümeyi enflasyonla finanse edebilmektedir. Enflasyonla finanse edilen ekonomik büyüme, merkez bankasından borçlanması sonucu yatırımlar üzerinden milli geliri artırmaktadır. Ancak büyümesini enflasyonla finanse eden gelişmekte olan ülkelerde, fiyatlar genel düzeyinin yükselmesi, tüketim malları kıtlığı gibi nedenler dış ödemeler sorununa neden olmaktadır (Eroğlu, 2004: 152-153).

Para politikası uygulamalarının ekonomik büyümeyi etkilemesi açısından teorik olarak farklı görüşler bulunmaktadır. Örneğin Keynesyen iktisatçılar faiz oranları ile yatırım düzeyinde değişikliğin gerçekleşebileceğini açıklamakta ve para politikası uygulamalarının iktisadi büyüme için kullanabileceğini savunmaktadır. Monetarist iktisatçılar ise ekonomik büyüme için ılımlı bir parasal genişleme yapılabileceğini düşünmektedir. Bunun nedeni monetarist iktisatçıların enflasyonu parasal bir olgu olarak kabul etmesidir. Ülke ekonomilerinde yüksek ve istikrarlı bir büyüme oranı için üç nokta önemlidir (Çağlayan, 2018: 9);

- Nüfus artışı açısından mevcut refah düzeyinin devam ettirilebilmesi için en az nüfus artışı oranında reel milli hasıla da artış göstermelidir,
- Bireylerin refah düzeylerinde yıldan yıla düzelme olmasını istemeleri büyüme oranının nüfus artış oranından daha büyük olması ile gerçekleştirilebilir.
- Gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere yetişebilmesi ve refah farkını kapatabilmesi için daha yüksek oranda büyümeleri makuldür.

1.5.5. Döviz Kuru

Döviz kurları ekonomiyi etkileyen önemli bir faktördür. Döviz kurlarının dengesiz hareket etmesi, ekonomiyi olumsuz etkilemekte ve ekonomik istikrarsızlığa sebep olmaktadır. Döviz kurlarının ulusal ekonomilerin dış ülkelere karşı rekabet gücü üzerinde belirleyici bir etkisi bulunmaktadır. Bundan dolayı döviz kurları karar almayı

etkileyen faktörlerden birisidir ve her dönem içerisinde analiz edilerek ele alınmalıdır (Mutafoğlu, 2019: 31).

Ulusal ekonomilerin sağlıklı bir şekilde işleyebilmesi, döviz piyasalarında istikrarın sağlanması da bağlı bir durumdur. Bunun nedeni döviz kurundaki oynaklıkların ülkedeki rekabet gücünü azaltarak ihracat ve ithalat dengesinde bozulmalara yol açmasıdır. Bu durumda para politikasının, döviz piyasasında istikrarı gözeterek şekilde uygulanması gerekmektedir. Yerel para aşırı değerlendiği zamanlarda, merkez bankası para arzını arttırma yoluna giderek döviz kurlarının yükselmesini sağlamalıdır. Bu şekilde yerel paranın aşırı değerlenmesinin önüne geçilmiş olur ve ülke sanayisinin rekabet gücü de artacağından ihracat olumlu etkilenir. Yerel paranın değer kaybettiği durumlarda, merkez bankaları daraltıcı para politikaları izleyerek para arzını düşürmelidir. Para arzının düşmesi döviz kurlarını düşürerek, ihracatın azalmasına ve ithalatın yükselmesine yol açacağından dolayı dış denge kendiliğinden kurulmuş olacaktır (Arslan, 2014: 124).

Döviz kuru istikrarı sadece ülke ekonomisinin bulunduğu koşullara bağlı değildir. Diğer ülkelerle kurulan ekonomik ile politik ilişkiler ve uluslararası finans piyasalarındaki uygulamalara da bağlı olmaktadır. Günümüzde teknolojinin gelişmesi ile küreselleşmenin artması göz önüne alındığında ülkelerin, dünya ekonomisinde yer alabilme çabaları da artmaktadır. Küresel ekonomiye katılmaya çalışan ülkelerin ulusal ve uluslararası piyasalarda ilişkilerini yeniden düzenlemesi gereği ortaya çıkmaktadır. Bu gereklilik dünya için üretim yapma sürecini ortaya çıkarmıştır (Mutafoğlu, 2019: 32-33).

Sonuç olarak döviz kurunun istikrarlı olması ekonomide istikrarın sağlanması açısından önemlidir. Fiyat istikrarının sağlanması önemli bir unsurdur fakat döviz kuru istikrarın ekonomik faaliyetler için önemli bir yeri bulunmaktadır.

1.5.6. Finansal İstikrar

Finansal istikrarın varlığı, finansal piyasalarda ve bu piyasalarda faaliyet gösteren kurumların sağlandığı ödeme sistemlerindeki şoklara karşı önemli bir savunma aracıdır. Finansal krizler ulusal veya uluslararası alanda yüksek maliyetlere sebep olmaktadır. Küreselleşen dünyada, uluslararası ticaret ve sermaye hareketleri hızla artmaktadır. Tasarruf sahipleri elindeki fonu ulusal piyasalara göre uluslararası

piyasalarda daha yüksek getiri sağlayan piyasalara aktarabilmektedir. Hükümetler kamu harcamaları için uluslararası piyasalardan ucuz maliyetle borçlanarak finansman sağlayabilmektedir. Spekülatif amaçlı kısa vadeli para giriş ve çıkışları ile ülke ekonomilerinde aşırı dalgalanmalar yaşanmaktadır. Bu dalgalanmalar birçok ülkede finansal ve ekonomik krizlerin yaşanmasına sebep olmaktadır. Küresel bir dünyada yaşanan bu gelişmeler uygulanacak olan etkin bir para politikasını da zorlaştırmaktadır (Öztürk, 2011: 139-140).

Merkez bankaları para politikası sürecinde bir bütün olarak finansal sistemin istikrarına önem vermektedir. Merkez Bankaların esas hedefleri olan fiyat istikrarını sağlamak için finansal sistemin güçlü ve etkin işlemesi son derece önem arz etmektedir. Bu kapsamda merkez bankası (Mutafoğlu, 2019: 30-31);

- Finansal istikrarı bozabilecek faktörlerin ve makroekonomik gelişmelerin tespit edilmesi ve takibi,
- Finansal istikrar için diğer kurumlarla iş birliği yapılması ve gerekli tedbirlerin alınması,
- Finansal istikrar yönünden finansal sektörün ve kuruluşların etkinliğinin ve sağlamlılığının izlenmesi,
- Uluslararası alanda finansal istikrarda yaşanan gelişmeleri takip etmek ve ülke açısından değerlendirmek önem arz etmektedir.

Finansal sistemdeki aksaklıklar işsizliği artırabilmekte, fiyat istikrarını ve ekonomik büyümeyi tehlikeye atabilmektedir. Ayrıca para politikası uygulamalarının etkinliğini de zayıflatabilmektedir. 2008 küresel finansal kriziyle birlikte merkez bankaları finansal istikrarın sağlanması adına ve ekonominin zarar görmesi riskine karşı önlemler almak zorunda kalmıştır (TCMB, 2012a). 2008 krizinden sonra finansal istikrarın kolayca sağlanamayacağı noktası tüm merkez bankaları tarafından fark edilmiştir. Birçok merkez bankası tarafından finansal istikrar öncelikli bir hedef olarak kabul edilmekle birlikte 2008 krizi bu hedefin gerçekleştirilmesi noktasında karşılaşılan sorunları göstermiştir.

Merkez bankalarının temel amacı olan fiyat istikrarını sağlanması, finansal sistemin sağlıklı bir şekilde çalışması, para ve döviz piyasaları ile ilgili tedbirleri almak temel görevlerindedir. Merkez bankaları, döviz kurları üzerinde istikrarı sağlayarak, ihracat ve ithalat dengesinin bozulmasına engel olmalıdır. Merkez Bankası iktisadi

büyüme, istihdam artışı ve fiyat istikrarı gibi hedeflere ulaşabilmesi için para politikası araçlarını kullanmaktadır. Bu politika araçları ile alınan ekonomik kararlar ekonominin gidişatını etkilemekte ve ülke ekonomisi için önemli olmaktadır.

1.6. Para Politikası Araçları

Merkez bankaları, işsizlik, enflasyon ve ekonomik büyüme gibi makro ekonomik değişkenleri etkilemek için elindeki para politikası araçlarını kullanır. Böylece etki alanını oluşturup kontrolü elinde tutan merkez bankaları nihai hedef olan fiyat istikrarını bir hedef olarak benimsemiş olur (Manap, 2018: 18). Fakat Merkez Bankaları, enflasyon oranı gibi nihai değişkenlerin doğrudan kontrolünü sağlayamamaktadır. Bundan dolayı politika süreci iki aşamada uygulanmaktadır. İki aşamalı olan bu süreçte para politikası araçları ile nihai değişkenlerin arasındaki ilişki operasyonel ve ara hedef değişkenlerin aracılığıyla yürütülmektedir. İlk aşamada nihai amaç değişken için bir hedef belirlenirken, ikinci aşamada ise bir değişken ara hedef olarak seçilmektedir. Merkez bankaları tarafından belirlenen ara hedef nihai bir amaç olarak kabul edilmektedir. Bu çerçevede uygun araçlar ile hedeflenen para politikası yürütülerek politika araçlarından nihai hedeflere doğru bir etki zinciri meydana getirilmektedir (Nergiz, 2018: 11). Böylece para politikasının etkin bir şekilde çalışması sağlanmaktadır.

Merkez Bankaları kontrolü altında olmayan değişkenler para politikası araçları ile nihai hedefler arasında kalmaktadır. Ara hedef değişkenler en güçlü şekilde nihai hedef değişkenini etkileyecek olanlar arasından seçilmektedir. Böylelikle enflasyonu en güçlü şekilde etkileyecek olan değişkenin en doğrusu seçilmektedir (Manap, 2018: 22). Ara hedefler aslında bir politika aracı veya amaç değişkeni değil de iki aşamalı bir süreçte yol gösterici olarak kullanılmaktadır. Ayrıca bir merkez bankası reel ekonomik faaliyetlerinin ortaya çıkardığı etkileri uyguladığı para politikası ile öngöremeyebilir. Bu noktada Merkez bankası ara hedefler ile politika araçlarının makro ekonomik hedefler üzerinde istenmeyen etkiler ortaya çıkartıp çıkarmadığı hakkında bilgi sağlanabilmektedir. Operasyonel hedefler, merkez bankaları tarafından kullanılan politika araçlarını doğrudan etkileyebildikleri büyüklükler arasında yer almaktadır (Nergiz, 2018: 11).

Para politikası araçları olarak bu bölümde doğrudan para politikası, dolaylı para politikası, geleneksel para politikası ve geleneksel olmayan para politikası ele alınmıştır.

1.6.1. Doğrudan Para Politikası Araçları

Merkez Bankası para politikası uygulama inisiyatifini piyasaya bırakmak yerine doğrudan para politikası araçlarını kullanarak yasal düzenlemelerle gerçekleştirmektedir. Başka bir deyişle, bu durum merkez bankasının ticari bankalardaki kredi ve mevduatın fiyatını ya da miktarını genelde doğrudan uygulamalarla kontrol edebilmesidir. Miktar kısıtlamaları için örnek olarak banka mevduatlarının ya da kredilerinin artışına tavanlar konulması, faiz oranı kontrollerine örnek ise, bankaların mevduat veya kredi oranlarına üst sınır konulması gösterilebilir (Ceylan, 2010: 49-50).

Doğrudan para politikası araçlarının piyasaya sağladığı avantajlar (Mutafoglu, 2019: 43);

- Doğrudan kullanılan araçlar, merkez bankasının para politikası araçlarını kullanmada yetersiz olması ve finansal piyasaların gelişmemiş olması halinde daha etkin ve yararlı bir şekilde kullanılabilir.

- Kriz döneminde Merkez Bankası, kredi ve mevduat miktarının büyüklüğünü ve fiyatları kontrol edebilmede etkin bir yol olabilir.

Doğrudan para politikası araçlarının piyasaya sağladığı dezavantajlar (Ceylan, 2010: 49-50);

- Bankaların tek tek kontrol edilmesi finansal sistemde rekabetçi piyasa oluşmasını engellemektedir. Doğrudan araçlar nedeniyle daha düşük kredi faizi, daha yüksek mevduat faizi oranları ortaya çıkması bankaları olumsuz etkilemektedir.

- Merkez bankasının sahip olduğu kredi kaynaklarını öncelik verilen sektörlere göre dağıtması piyasanın yapısını bozmasına yol açarak ekonomiye maliyet yüklemekte ve yüklenen bu maliyetler ölçülememektedir.

1.6.1.1. Faiz Oranı Kontrolleri

Merkez Bankası, bankaların ve banka dışı finansal kuruluşların minimum ve maksimum mevduat ve kredi faiz oranlarını kendisi belirleyebilmektedir. Bu anlamda

faiz oranlarına sınırlamalar getirebilmektedir. Bu çerçevede, faiz oranlarına sınırlamalar getirilerek, farklı sektörler için farklı faiz oranları uygulanabilmektedir. Kaynakların istenilen sektörlere aktarılabilmesi için faiz oranlarının uygun düzeyde belirlenmesi teşvik edilmektedir (Koçyiğit, 2009: 11-12).

1980'lerin sonuna kadar birçok ülke tarafından kullanılmıştır ve de günümüzde de bazı ülkeler hâla kullanmaktadır. Küreselleşen dünyada gelişen piyasalar ve finansal araçlarla birlikte faiz oranı kontrolleri politikasının etkisi azalmaktadır. Böyle bir yöntemin uygulanabilmesi ve etkili olabilmesi için devletin bu alanda uyguladığı bir yaptırım sistemine ihtiyaç duyulmaktadır (Alexander vd, 1995: 3).

1.6.1.2. Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları

Banka bazında reeskont kotalarına, bankaların hedeflerine, risk durumlarına ve likidite ihtiyaçlarına göre karar verilmektedir. Bazı bankaların reeskont penceresinden daha fazla faydalanabilmesi bu kotalar sayesinde gerçekleşmektedir. Amaç belirlenen bazı sektörlerin desteklenmesidir (Önder, 2005: 63). İskonto oranı, sanayileşmiş ülkelerde ve başka bazı ülkelerde belirli sektörler için kredi vermek amaçlı teşvikler sağlanması için kullanılabilir. İndirim oranı oldukça görünür bir orandır. İndirim oranı, politika değişikliklerinin sinyali vermede etkili olabilmektedir (Alexander vd, 1995: 3).

1.6.1.3. Kredi Tavanları

Ticari bankaların çeşitli ekonomik faaliyetlerle ilgili açılacak olan kredileri merkez bankası tarafından kısıtlanabilmektedir. Bankalar tarafından belirlenen sektörler için verilecek olan kredi miktarına sınırlamalar getirilerek, teşvik edilmek istenen sektörler için kredi tavanı yüksek tutularak, kredilerin bu sektörler için yönlendirilmesi amaçlanmaktadır (Koçyiğit, 2009: 12). Bu uygulama da özellikle gelişmekte olan ülkeler tarafından kullanılmaktadır. Bu uygulama bankalar tarafından açılacak en yüksek kredi miktarlarının belirlenmesi ile baz paranın ve para stokunun kontrol altında tutulması sağlanmaktadır (Ceylan, 2010: 52).

Merkez Bankası kredi üç şekilde uygulayabilir (Önder, 2005: 63):

➤ Merkez bankası tarafından, ticari bankalara verilen krediler, ticari bankaların pasifinde bulunan mevduatlarla kısıtlanabilir,

➤ Ticari bankaların elinde bulundurdukları kredi öz kaynaklarının belirli bir oranı ile kısıtlanabilir,

➤ Ticari bankalar tarafından karşı tarafa verilen krediler sınırlandırılabilir.

Bankalar kendi kredi tavanlarına ulaşamamaları durumunda toplam kredi genişlemesi tahmin edilenden daha düşük olarak gerçekleşecek ve planlanan büyüme büyük ihtimalle bundan olumsuz etkilenecektir. Ayriyeten, bir banka kendi kredi tavanına ulaşması ile toplayacağı mevduat faiz getirisi sağlayamayacağı için banka nezdinde kredi tavanları mevduat hareketliliğine olumsuz etki edecektir. Kredi kontrollerinin ortaya çıkardığı sorunlar bankalararası para piyasasının gelişmesi için yapılan teşvikler kredi tavanı limitine ulaşan bankaların elindeki fazla likiditelere faiz ödenmesi ve fazla rezervlere borç verme imkânını ekleyerek üst tavanlarını yükseltmeleri sonucu azaltılmaktadır (Önder, 2005: 62-63).

1.6.1.4. Disponibilite Uygulaması

Bankaların topladıkları mevduat taahhütlerine karşılık nakit ya da nakde çevrilebilecek olan değerleri tutma zorunluluğu vardır. Disponibilite oranı, piyasadaki mevcut likiditeyi etkileyen bir para politikası aracıdır. Nakit ya da nakde çevrilebilecek olan likit değerler oranı bir başka para politikası aracı olan zorunlu karşılıklar politikası ile aynı etkilere sahiptir. Fakat zorunlu karşılıklar için belirli bir oranda faiz ödemesi söz konusu olabilirken; bankanın kendi kasasında tuttuğu likit değerler için böyle bir durum söz konusu olmamaktadır (Ceylan, 2010: 52-53).

Bu yöntemle piyasadaki para arzı kontrol edilebilmektedir. Disponibilite uygulaması, dolaylı ve dolaysız para politikası aracı niteliğindedir. Bankalarda tutulan bütün pasiflere yönelik uygulandığında dolaysız para politikası aracı özelliğinde iken geri kalan durumlarda dolaylı bir araç özelliğinde çalışmaktadır. Bu uygulamanın bazı dezavantajları ise bankaların varlık yönetimini, aracılık faaliyetlerini ve ikincil piyasaların gelişimini olumsuz etkilerken; devlet borçlanma senetlerinin fiyatlamasının bozulabilmesine de yol açabilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde kurula dayalı araçlar gelişmiş ülkelere göre daha yoğun olarak kullanılmaktadır. Gelişmekte olan ülke piyasalarında likidite fazlalığı ve piyasaların pek fazla gelişmemiş olması nedeniyle bu araçlar sıklıkla kullanılmaktadır (Kaykaç, 2013: 28-29).

1.6.1.5. Finansal Kurumların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi

Merkez Bankası, banka ve banka dışı mali sektörün portföyünde hangi kıymetlerden ne düzeyde bulunabileceğini belirleyebilmektedir. Örneğin; merkez bankası tarafından yapılan düzenlemeyle kurumların satın alacakları tahvil ve hisse senedi gibi menkul kıymetlerin hangi faaliyet dallarına ait olabileceği belirlenebilmektedir. Ayrıca merkez bankası, bunların oranı ve miktarının ne düzeyde olabileceğini de düzenleyebilmektedir. Böyle bir düzenleme yapıldığında finansal kuruluşların ellerinde bulundurdukları fonları gerekli sektörlere aktarması ile birlikte iktisadi büyüme de desteklenecektir. Bu tarz doğrudan uygulanan para politikası araçları gelişmekte olan ülkelerde uygulanmaktadır. Ancak, finansal gelişmişlik açısından yetersiz kaldıkları için çok yüksek bir başarı elde edememektedir (Koçyiğit, 2009: 14).

1.6.1.6. Tüketici Kredilerinin Kontrolü

Para otoritesi, konut ve dayanıklı tüketim mallarının taksitli satışlarında müşteriden tahsil edeceği minimum peşinat miktarını, vade yapısını ve bu amaçla verilen kredi faizlerini değiştirebilmektedir. Bu yöntemle mallara olan talebi istediği gibi etkileyebilmektedir (Çağlav, 2014: 13). Genellikle gelişmiş ekonomilerde ve taksitli satışın yoğun olduğu ekonomilerde kullanılacak bir kontrol aracıdır. Bu kontrol aracı kısa dönemde kaynakların kalkınma açısından daha etkin sektörler yönlendirilmesi sonucu etkili olabilmektedir. Ancak uzun dönemli uygulandığında dayanıklı tüketim malları üreten sektörler önemli zararlar verebilmektedir (Kaykaç, 2013: 30).

1.6.1.7. Merkez Bankasının Moral Takviyesi

Merkez bankası, finansal kuruluşların davranışlarını değiştirmek amacıyla telkin ve tavsiyelerde bulunabilmektedir. Bu uygulamanın yasal dayanağı olmamakla birlikte bu politikanın başarılı olabilmesi ülkenin bankacılık sektörü geleneklerine ve toplumun değerlerine göre değişiklik göstermektedir. Merkez Bankası, bankalara uyarı niteliğinde görüşmeler yaparak ellerinde bulundurdukları kaynakları spekülatif amaçlarla kullanılmamalarını ve kalkınmasını istedikleri sektörler daha çok kredi verilmesini sağlayabilmektedir (Koçyiğit, 2009: 16). Bu politika ahlaki korkutma ya da açık ağız politikası olarak da tanımlanabilir. Dünyada bazı ülkeler (Singapur, Malezya) tarafından

kriz dönemlerinde uygulanmış bir politikadır. İkna yöntemi olan politikanın herhangi bir yasal dayanağı da bulunmamaktadır (Önder, 2005: 65).

1.6.2. Dolaylı Para Politikası Araçları

Literatürde piyasa bazlı araç olarak bilinen dolaylı para politikası araçları, merkez bankalarına finansal piyasalara aracı kurum gibi girerek işlem yapma olanağı tanımaktadır. Doğrudan para politikası araçları ve bu araçların etkinliğinin zayıflamasına finansal serbestleşme eklenince dolaylı para politikası araçları para otoritelerince daha fazla esneklik ile kullanılabilir. Böylece, ani bir şok yaşanması veya yanlış bir politika izlenmesi halinde dolaylı araçlar devreye sokularak zaman kaybetmeden gerekli değişiklikler yapılabilir. Dolaylı para politikası araçlarının diğer bir avantajı ise mali aracılık hizmetlerinin etkin kullanılmasıdır. Bu hizmetlerin etkinliğinin sağlanmasında teknolojik gelişmeler ve finansal yeniliklerin büyük katkısı bulunmaktadır. Merkez Bankaları, para politikası uygulamaları ile belirlenen hedeflere ulaşabilmek için dolaylı para politikası araçları olarak; açık piyasa işlemleri, reeskont işlemleri ve zorunlu karşılık oranlarını kullanmaktadır. Merkez Bankalarının bu araçları etkin bir şekilde kullanabilmesi için gelişmiş bir finansal ve istikrarlı bir ekonomik sistem ve mali yapının sağlam olduğu bir ortama ihtiyaç duymaktadır (Kaykaç, 2013: 33-34).

1.6.2.1. Reeskont Oranları

Reeskont politikası ile asıl amaçlanan nakit sıkışıklığını gidermek için ticari bankaların ihtiyacı olan likiditeyi sağlamaktır. Böylelikle bankacılık sektöründe ortaya çıkabilecek finansal krizlerin önü kesilebilecektir. Reeskont işlemleri, reeskont kredileri ve avansları olarak iki şekilde gerçekleşmektedir (Kaykaç, 2013: 16-17). En eski para politikası aracı olan reeskont politikasının ilk amacı, reeskont faizleri ve reeskont kredileri yoluyla para arzını düzenlemek ve kontrol etmektir. Reeskont oranları yükseldiğinde bankaların reeskont kredisi maliyeti yükselmektedir. Reeskont kredisi maliyeti yükseldiğinde baz para ve para arzı düşmektedir. Merkez bankasının ikinci amacı, reeskont kredi kolaylığı sağlamaktır. Buna reeskont penceresi denir. Merkez bankası, bankaların kısa vadeli likidite ihtiyaçlarını karşılamaktadır. Merkez bankası kredi fiyatlarını (reeskont oranı) ve kredilerin miktarını etkileyerek kredi hacmini kontrol edebilmektedir. Üçüncü bir amaç, yaşanacak finansal krizlere karşı sistemi

korumak ve bankaların likidite ihtiyaçlarını doğrudan karşılamaktır. Diğer bir amaç, merkez bankasının reeskont politikalarında (reeskont oranları ve kredileri) yapılacak değişiklikler için özel sektörü uyarmaktır (Yay, 2012: 265). Birçok ülke bu aracı parasal kontrol için kullanmaktadır. Ayriyeten ahlaki teşvik amacıyla da kullanılmaktadır (Alexander vd, 1995: 4).

Merkez bankasının belirlediği reeskont oranı, banka rezervlerini açık piyasa işlemleri gibi doğrudan etkilemektedir. Fakat merkez bankasının reeskont işlemlerinde yapabileceği tek şey reeskont oranını tespit etmek ve bankaların taleplerini beklemektir. Yani istediği gibi reeskont işlemlerini yürütememektedir. 1980'ler öncesi en çok kullanılan uygulama olan reeskont uygulaması, finansal piyasaların gelişmesi ve açık piyasa işlemlerinin kullanılmaya başlamasıyla birlikte önemini kaybetmiştir. Günümüzde gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelerde etkin bir araç niteliği olmamakla birlikte sadece gelişmiş ülkelerde açık piyasa işlemleri ile birlikte uygulanması halinde beklenen etkiyi göstermektedir. Dolayısıyla destekleyici görevi gören reeskont politikası ikinci derece öneme sahip bir para politikası aracı olarak görülmektedir (Kaykaç, 2013: 35-36).

1.6.2.2. Açık Piyasa İşlemleri

Merkez bankası, açık piyasa işlemlerinde mevcut tahvilleri veya senetleri alıp satarak, para arzını ve ekonominin likiditesini düzenleyebilmektedir. Piyasadaki mevcut para arzını alış-satış yaparak artırmak istediğinde piyasadan mevcut tahvilleri satın almaktadır. Açık piyasa işlemleri ile portföyündeki mevcut tahvilleri satışa çıkartarak piyasadaki para arzını azaltabilmektedir (Keyder ve Ertunga, 2012: 78-80). Açık piyasa işlemlerinin avantajları ve dezavantajları (Özyurt, 2012: 257-258):

- Açık piyasa işlemlerinin inisiyatifi merkez bankasına bağlıdır,
- Parasal taban boyutunu belirlemek merkez bankasına bağlı olduğundan serbestçe menkul değer alıp satabilmektedir,
- Esnek bir özelliğe sahip olması nedeniyle alış ve satış miktarları üzerine uygulanabilmektedir. Açık piyasa işlemleri herhangi bir hatada bürokrasi gerektirmeyen ve ekonomiye kolaylıkla müdahale edilebilen bir işlem türüdür,
- Açık piyasa işlemleri menkul kıymetler borsasının gelişmesini sağlayarak para politikasını dolaylı olarak etkilemektedir,

➤ Açık piyasa işlemleri sermaye piyasasının geliştiği alanlarda etkili olmaktadır. Bu açıdan reeskont oranından daha dar bir etki etmektedir. Fakat açık piyasa işlemlerinde menkul kıymet değerlerinin türü arttıkça bu eksiklik de giderilmektedir.

Açık piyasa işlem (APİ) çeşitleri beş bölümde sıralanabilir;

- Doğrudan Satım İşlemleri: Merkez bankası, dolaşımdaki likiditenin sürekli olarak fazla olacağına inanıyorsa APİ portföyünde bulunan senetlerin bankalara/aracı kurumlara satışını yaparak karşılığında bankalar, sahip oldukları fazla likiditeyi merkez bankasına kalıcı bir şekilde devrederek bankaların/aracı kurumların toplam rezervleri azaltılır (Önder, 2005: 70).

- Ters Repo İşlemleri: Merkez bankası piyasadaki likiditenin geçici olarak fazla olacağına inanıyorsa piyasada bulunan fazla likiditeyi ters repo işlemleri aracılığı ile çeker. Merkez Bankası, APİ portföyünde bulunan senetleri bankalara/aracı kurumlara belirli bir süre için belirli bir fiyattan geri almak vaadiyle satar. Bankalar/aracı kurumlar da bunun karşılığında ellerinde bulunan fazla likiditeyi geçici olarak bir süre merkez bankasına devreder. Geri alım vaadiyle satım ile iki anlaşma birlikte yapılmış olur. Merkez Bankası, senetleri bankalara/aracı kurumlara belirli bir fiyat üzerinden, belirli bir vade ile satarak işlemin vadesinde de belirlenmiş faizle birlikte, aynı senetleri bankalardan/aracı kurumlardan geri alacağını kabul etmiş olur. Bankalar/aracı kurumlar işlemin vadesi geldiğinde aynı senetleri tekrar merkez bankasına satmak zorunda olur (Önder, 2005: 70).

- Doğrudan Alım İşlemleri: Merkez Bankası, finansal piyasadaki likiditenin sürekli olarak normal seviyenin altında kalacağına inanıyorsa bu açığı kapatabilmek amacıyla aracı kurum ve bankalar üzerinden kıymetli kağıt satın alarak karşılığında da aracı kurumlara/bankalara nakit aktarmış olur. Bankalar böylelikle ekonominin ihtiyaç duyduğu likiditeyi sağlamış olur (Önder, 2005: 70).

- Repo İşlemleri (Geri Satım Vaadiyle Alım): Merkez bankası piyasada likidite sıkıntısı olduğu durumlarda bankacılık sistemi rezervlerinin geçici süreliğine arttırılması için kullanılmaktadır. Böylece işlem tarihinde, banka ve kurumlar üzerinden senetleri, ileri de belli bir tarihte belli bir fiyat üzerinden geri satmak vaadiyle satın almaktadır. Reponun vadesi doksan bir gün ile sınırlıdır (Kaykaç, 2013: 15).

- Mevduat (Depo) Alımı ve Satımı: Bankalar arası mevduat alım ve satım işlemi, merkez bankasının gecelik vade faiz oranlarını belirli bir bant aralığı içerisinde

tutmak içindir. Gecelik vadede faiz oranları üst sınıra geldiğinde merkez bankası tarafından bankalara teminat karşılığı likidite aktarılmaktadır. Faiz oranları çok düştüğünde ise merkez bankaları bankalardan mevduat alarak faizlerin dalgalanmasının önüne geçmeye çalışmaktadır (Kaykaç, 2013: 15).

• MB Likidite Senedi İhraçları: Merkez bankaları, likidite fazlasını ihraç edecekleri kısa vadeli “likidite senetleri” ile çekebilir. Likidite fazlası olan ülkelerde bu tür senetler aktif bir APİ aracı olarak kullanılmaktadır (Önder, 2005: 72).

1.6.2.3. Zorunlu Karşılıklar

Merkez Bankalarının 1980’lerden itibaren para politikasında faiz oranlarını yoğun olarak yer vermelerinden dolayı zorunlu karşılıkların kullanımı azalmıştır. Fakat küresel krizle birlikte bu politika tekrar gündeme gelmiştir. Bu araç özellikle gelişmekte olan ülkeler tarafından uygulanmıştır (Aydın, 2019: 17). Merkez bankalarının parasal büyüklükleri kontrol etmede kullandığı en yaygın ve en eski araçlardan biri olan zorunlu karşılıklar, özellikle açık piyasa işlemlerinin uygulanamayacağı sığ piyasaların olduğu ülkelerde kullanılmaktadır. Bankacılık sisteminde vadesiz ve diğer mevduat tiplerine zorunlu karşılık uygulanarak likiditenin sınırlandırılması amaçlanmaktadır. Merkez bankaları, bankalara yatırılan mevduatların belirli bir oranını zorunlu rezerv olarak tutarken, tamamının krediye dönüştürülmesine izin vermemektedir. Zorunlu rezerv arttırıldığında para çarpanı düşmektedir. Bununla beraber para arzı azalmaktadır. Ters durumda ise para çarpanı artarak, para arzı da artmaktadır (Yay, 2012: 266).

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde zorunlu karşılıklar farklı amaç ve işlevlerle kullanılsa da genel olarak kabul edilen beş temel fonksiyonu bulunmaktadır. Bu fonksiyonlar: (Ceylan, 2010: 48).

- Bankacılık sisteminde riskin en aza düşürülmesi,
- Para arzının kontrol edilmesi,
- Faiz oranlarında kısa vadede istikrarın sağlanması için yardımda bulunulması,
- Likidite düzeyinin kontrolünün kolaylaştırılması,
- Senyoraj geliri sağlamak.

Hızlı kredi büyümesi finansal açıdan riskleri arttıran bir faktör olarak görülmüş, bu durumu sürdürülebilir. Küresel krizde finansal riskleri arttıran bir faktör olarak görülen hızlı kredi büyümesi ve kredi piyasasının kontrolsüz genişlemesini engellemeye

yönelik olarak zorunlu karşılıklar önem kazanmıştır. Zorunlu karşılık aracının bazı fonksiyonları bulunmaktadır. Bunların birincisi; para arzının kontrolünde kullanılması ve merkez bankalarına likidite yönetiminde yardımcı olmasıdır. İkincisi, kısa vadeli faiz oranlarının istikrarına katkıda bulunmasıdır. Üçüncüsü ise para politikasının duruşuna ilişkin geri bildirim sağlamasıdır (Aydın, 2019: 18).

Zorunlu karşılık oranları, gelişmiş ve gelişmekte olan çoğu ülke tarafından etkin şekilde kullanılmıştır. Ancak daha sonra hem banka maliyetlerini düşürebilmek hem de piyasa bazlı para politikası araçlarına geçmek için zorunlu karşılıklarda indirimlere gidilmiştir. Sermaye piyasaları yeterince gelişmemiş ülkelerde zorunlu karşılık politikasının etkisi ortaya geç çıkmasına rağmen diğer geleneksel para politikası araçlarından daha etkili olduğu görülmektedir (Önder, 2005: 92).

1.6.3. Geleneksel Para Politikası Araçları

Merkez bankası, geleneksel para politikası araçlarını kullanarak ekonomiyi parasal aktarım mekanizması üzerinden etkilemektedir. İktisadi büyüme dönemlerinde ortaya çıkan enflasyon tehdidini merkez bankaları, geleneksel para politikası aracı olan faiz oranlarını arttırarak önlemeye çalışmaktadır. İktisadi büyüme oranlarında düşüşler olduğunda ve resesyon ortaya çıktığı dönemlerde ise faiz oranları düşürülerek ekonominin canlanması amaçlanmaktadır (Nergiz, 2018: 12).

1.6.3.1. Selektif Para Politikası

Merkez bankaları ticari bankalar tarafından verilen kredilerin miktarını, vade yapısını ve faiz oranlarını denetleyebilmektedir. Özellikle de gelişmekte olan ülkelerde kullanılan bir para politikası aracıdır. Merkez bankası tarafından belirlenen sektörlere uzun vadeli ve düşük miktarda faiz oranları ile kredi verilebilmektedir. Merkez bankaları fiyat istikrarını sağlayabilmek için talep miktarını ve enflasyonu kontrol altına alarak tüketicilerin alacağı veya almak isteyeceği krediler üzerinde kısıtlama ya da özendirme politikasına gidebilmektedir. Ekonomik durgunluk yaşandığı zamanlarda merkez bankası çeşitli alanlarda, düşük faizli ve uzun vadeli krediler sağlayarak, sektörleri de özendirilebilmektedir (Öztürk, 2017: 126).

Ekonomide geliştirilmesi gereken sektörler kredi önceliği verilmektedir. Diğer sektörler ise sınırlı verilmekte veya hiç verilmemektedir. Yani selektif kredi

politikasında krediler öncelik verilen sektörler sırasına göre dağıtılmaktadır. Dolayısıyla yüksek faizli kredi uygulaması, ekonomik zorlukların olduğu dönemlerde ödünç verenleri, ödünç alanlardan daha düşük bir riske sokmaktadır. Bundan dolayı sektörler selektif kredi kullanımından olumsuz etkilenmektedir (Aydın, 2019: 10).

1.6.3.2. Döviz Alım ve Satımları

Merkez bankası tam dalgalı kur politikası uygulamıyorsa, kur politikalarını döviz alıcısı ve satıcısı olarak gerçekleştirmektedir. Merkez bankası bu şekilde para likiditesini istediği gibi kontrol edebilmektedir. Merkez bankası döviz satışı gerçekleştirdiğinde piyasadaki ulusal para likiditesi azalmakta, döviz aldığı durumda ise ulusal para likiditesi artmaktadır. Ancak bu işlemi likidite için değil ama bankalar için yapmaktadır. Bu sebeple döviz alış satışı standart para politikası arasında sayılmamaktadır (Önder, 2005: 79-80).

1.6.3.3. Yasal Karşılıklar Politikası

Bankalar açılan mevduat hesaplarına yatırılan miktarın belirli bir orandaki karşılığını zorunlu olarak tutmak mecburiyetindedir. Merkez bankası tarafından zorunlu karşılıkların hesaplarda bloke olarak tutulması istenmektedir. Bankalar, yasal karşılıkları finansman olarak kullanamamakta, temlik ya da haciz edememektedir. Merkez bankaları, bankaların kaydi para yaratmalarını etkilemek için kanuni karşılık oranlarını değiştirebilmektedir. Merkez bankası eğer daraltıcı para politikası uygulama kararı verirse kanuni karşılık oranları yükselmektedir. Bu durum, bankaların kredi olarak verebilecekleri mevduat miktarı azalırken, maliyetlerin artmasına neden olmaktadır. Merkez bankasının genişletici para politikası uygulaması halinde kanuni karşılık oranları azalacaktır. Bankalar böylelikle ellerinde daha fazla mevduat tutabilecek olduğundan daha az karşılık ayıracaklardır. Böylelikle bankalar nezdinde yaratılan kaydi para miktarı artacaktır (Öztürk, 2017: 124-125).

1.6.4. Geleneksel Olmayan Para Politikaları

Küresel kriz öncesi merkez bankalarının temel amacı olan fiyat istikrarını kısa vadeli faiz oranlarını kullanarak kredi, varlık ve beklenti kanalı vasıtasıyla ekonomiyi etkileyerek piyasaların tekrar canlanmasını sağlamaktır. Fakat krizden sonra fiyat

istikrarını sağlamanın finansal istikrar için de yeterli olmadığı anlaşılmıştır. Bundan dolayı, merkez bankaları finansal istikrara önceki dönemlere göre daha çok odaklanmıştır. Sonuç olarak, merkez bankaları finansal istikrar hedefini fiyat istikrarı ile birlikte tutmaya ve uygulanacak para politikalarında paranın optimizasyon koşulunu öncelikli hale getirmeye başlamıştır. Tüm dünyada merkez bankaları 2008’de yaşanan finansal krizden sonra para politikalarında değişim sürecine girmiştir. Gelişmiş ülkelerin merkez bankaları niteliksel genişlemeden sonra niceliksel genişlemeye geçiş yaparken, gelişmekte olan ülkeler geleneksel para politikası araçlarını terk etmiş, yeni arayışlara yönelmişlerdir (Teber, 2018: 37).

1.6.4.1. Faiz Koridoru

Faiz koridoru, belirsizliklerin ve sermaye dalgalanmalarının döviz kuru ve ekonomi genelindeki olumsuz etkilerinin azaltılmasını amaçlayan para politikası aracıdır. Faiz koridoru, merkez bankasının gecelik olarak borç alma ve borç verme faizinin arasında kalan aralıktır. Bir banka geçici likidite sıkışıklığı yaşadığı durumda merkez bankasından kısa vadeli borçlanmak isteyebilir. Kısa vadeli borçlandığında borç verme faiz oranını kabul etmektedir. Bankanın faiz getirisi sağlayabilmek amacıyla elinde bulundurduğu likidite fazlasını merkez bankasına mevduat halinde yatırma durumu ise almayı kabul ettiği faiz oranını göstermektedir (Vural, 2013: 63). Merkez Bankaları, faiz koridoru uygulamasını gecelik faiz oranını hedeflenen politika oranına yakın tutmak için kullanmaktadır.

Faiz koridor sistemi ile fon sıkıntısı yaşayan ve açık pozisyonda olan kurumlar fon ihtiyaçları olduğunda reeskont oranının üstünde bir faiz ödemek durumunda kalmayacaktır. Aynı şekilde elinde fon fazlası olan kurumlar ise Merkez Bankasının sunduğu mevduat oranından daha düşük bir oranı kabul etmeyecektir. Ayrıca bu araç aktif bir piyasa kurarak, fon fazlası olan kurumu fon sıkıntısı çeken kuruma borç vermeye de teşvik edecektir. Yani faiz koridoru aracı ile gecelik fonlama üzerindeki faiz oranı sıkı bir şekilde kontrol edilmektedir. Koridor sisteminin geleneksel para politikası araçlarında olduğu gibi politika faizi, enflasyon ve büyüme hedeflerinde tutarlı olması gerekmektedir. Öte yandan merkez bankaları açık piyasa işlemlerinden faydalanmadan, sadece koridor alt ve üst sınırlarında değişiklik yaparak, bankacılık sektöründe belirlenen düzeyde rezerv sağlamaktadır (Guluzade, 2019: 72-73).

Faiz koridoru borç verme faiz oranı, politika faiz oranı ve borç alma faiz oranı olarak üç gruba ayrılmaktadır (Aydın, 2019: 19-20):

➤ Borç verme faiz oranı, geçici olarak likidite sıkışıklığı yaşayan bir bankanın merkez bankasından kısa vadeli borçlanmayı kabul ettiği faiz oranıdır,

➤ Borç alma faiz oranı, likidite fazlalığı yaşayan bir bankanın faiz getirisi elde edebilmek için elindeki fazla mevduatı merkez bankasına yatırması karşılığında kabul ettiği oranıdır,

➤ Faiz koridoru, borç verme faiz oranı ile borç alma faiz oranı arasında oluşan politika faiz oranını göstermektedir.

Küresel kriz öncesindeki simetrik faiz koridoru mekanizması, küresel kriz sonrasında dalgalanmaları önlemek ve finansal dengesizlikleri ortadan kaldırmak adına asimetrik şekilde kullanılmıştır. Merkez bankaları, taban sisteminde politika faizini mevduat faiz oranlarına eşit veya yakın tutarak piyasaya likidite sağlamak ve piyasadaki likidite miktarını artırmayı hedeflemektedir. Dünyada ilk önce asimetrik, daha sonrasında ise taban faiz koridoru sistemini Avrupa Birliği, Norveç, Japonya, Kanada, İsveç, İsviçre, İngiltere merkez bankaları uygulamıştır (Guluzade, 2019: 73).

1.6.4.2. Likidite Yönetimi

Modern merkez bankasının en önemli para politikası aracı konumunda olan kısa vadeli faiz oranları para politikasının temelini oluşturmaktadır. Likidite yönetimi piyasada oluşan kısa vadeli faiz oranlarını, merkez bankası tarafından açıklanan kısa vadeli faiz oranlarına yakın bir yerde tutmak için çabalamaktadır. TCMB likidite yönetimini likidite talebinde ve likidite arzındaki yaşanan değişiklikleri göz önünde bulundurarak yürütür. Böylelikle likidite arzının kontrolünü sağlamış olur (Nergiz, 2018: 87).

Piyasadaki likidite düzeyi kabul edilebilir seviyelerdeyse likidite yönetimi açık piyasa işlemleri vasıtasıyla etkili bir şekilde yürütülmektedir. Bu durumun aksi söz konusuysa, likidite fazlası ya da açığı yüksek düzeyde gerçekleşir ise, para politikası aktarım mekanizması olumsuz etkilenmektedir. Likidite fazlası en üst düzeylere ulaştığında bankacılık sisteminde kredi koşulları esnetilerek kredilerin hızlı bir şekilde artmasına yol açabilmekte, likidite açığı aşırı artış gösterdiğinde bankacılık sistemi

temkinli davranabilmekte, kredi koşullarının sıkılaşması sonucu para politikası etkinliğinin azalmasına neden olmaktadır (TCMB, 2012b: 21).

Likidite yönetiminde para politikası uygulamalarını açıklarken merkez bankasının para politikası stratejilerini işlevsel çerçevede ayırmak daha faydalı olacaktır. Ülke ekonomisi ile ilgili bilgiler para politikası kararlarının temelini oluşturmakta ve bu çerçevede para politikası stratejisi organize edilmektedir. Böylelikle merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarı, temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranları ortaya çıkmaktadır. Operasyonel çerçevede birtakım araçları içinde barındıran bu enstrüman politika kararlarının, kısa vadeli faiz oranları aracılığıyla bankacılık sistemi üzerindeki uygulamalarından oluşmaktadır (Güler, 2009: 8). Likidite yönetimi stratejisini daha etkili kullanabilmek için TCMB, operasyonel çerçevede bazı değişiklikler uygulamıştır. Buna yönelik bir haftalık repo ihale faiz oranları politika faizi olarak belirlenmiştir. Ayrıca faiz koridoru sistemi korunarak likidite yönetimi etkili bir para politikası aracı olarak kullanılmıştır (Nergiz, 2018: 88).

Özetlemek gerekirse bankacılık sisteminde ortaya çıkan likidite fazlası gecelik piyasa faiz oranları, Merkez bankasının borçlanma faiz oranı düzeyinde oluşmaktadır. Yani merkez bankasının gecelik borçlanma faizi para politikası gösterge faiz oranı olma niteliği taşımaktadır. Finansal piyasada likidite açığı olması durumunda piyasalarda referans kısa vadeli faizler, temel fonlama aracı olan repo ihale faizleri olmaktadır (Güler, 2009: 9).

Geçmişten günümüze birçok para politikası aracı kullanılmıştır. Burada, 2010 öncesinde kullanılan para politikası araçlarının neler olduğuna yer verilmiştir. Merkez Bankalarının kullandıkları bu araçların etkileri her ülkede farklılaşabilmektedir. Genelde para politikası araçlarının temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Ancak küresel kriz merkez bankalarının bu noktada önemli değişiklikler yapmasına neden olmuştur. 2008 krizi öncesi uygulanan birçok para politikası aracının krizi aşmak için yeterli olmadığı görülmüştür. Para otoritelerince kriz öncesi fiyat istikrarının sağlanacağı görüşü bu krizle birlikte yetersiz olduğu görülmüş ve kullanılan bu araçlar yerine finansal istikrarı da sağlamak amacıyla birçok ülke yeni arayışlara girmiştir. Merkez Bankaları aynı anda hem fiyat istikrarını hem finansal istikrarı sağlamada geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanmaya başlamış ve bu kriz dönemini atlatmayı amaçlamıştır.

1.7. Para Politikası Rejimleri

Para politikası için seçilecek olan uygun stratejinin bir dizi kriteri karşılaması gereklidir. Strateji, fiyat istikrarı hedefine ulaşmada etkili olabilmeli ve ayrıca hedefleri belirleyip karar alma süreçlerinde topluma karşı şeffaf olmalıdır. Ayrıca hedeflerin açıklanması ve verdiği mesajlar, parasal otoriteyi topluma karşı hesap verebilir bir konumda tutacak şekilde olmalıdır. Diğer önemli bir kriter ise merkez bankasının bağımsızlığı ile benimsenen stratejinin tutarlı olmasıdır (Devine ve McCoy, 1998: 2-3). Alternatif para politikası rejimleri üç bölüme ayrılmaktadır. Bunlar; döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi stratejilerinden oluşmaktadır. Bu bölümde parasal kontrol ve döviz kuruna dayalı rejimlerden bahsedilip enflasyon hedeflemesine ikinci bölümde daha geniş şekilde yer verilecektir.

1.7.1. Parasal Kontrol

Enflasyon beklentilerini kontrol altına alabilmek için belirli bir parasal büyüklük artış oranını hedeflemek, parasal kontrol olarak adlandırılmaktadır. Bu stratejinin tercih edilme nedeni para arzı değişkeninin merkez bankası tarafından kısa zaman içerisinde kontrol altına alınabileceği gerekçesine dayanmaktadır. Parasal kontrol stratejisinin gerçekleştirilebilmesi için enflasyon ile hedef olarak seçilen parasal göstergenin kendi içerisinde güçlü ve öngörülebilir bir ilişkisi olmalıdır (Ceylan, 2010: 10). Merkez bankası para arzıyla birlikte toplam talebi kontrol ederek nihai hedefi olan fiyat istikrarını tutturmaya çalışmaktadır. Merkez bankası bu politikayla ekonomide paranın dolanım hızı (v) ile para çarpanını (m) kullanarak para arzını belirli bir seviyede tutmaya çalışmaktadır. Merkez bankası, parasal hedeflemeyi ara hedef olarak belirlediğinde, parasal tabanı operasyonel hedef olarak seçmiş olmaktadır. Aksi durumda hedef bağlantı koparak para politikası başarısız olmaktadır (Özdurak, 2015: 635).

Parasal hedefleme politikası stratejisinin uygulanmasında etkili olan üç önemli faktör bulunmaktadır (Schmid, 1999: 1):

- 1970'lerde sanayileşmiş ülkelerin çoğunun enflasyon oranlarının yükseliş trendine girmiş olması merkez bankalarını yeni politikalara geçmeye zorlamıştır.

- Parasal hedefleme politikasının ortaya çıkmasında sabit döviz kuru rejiminin popülerliğini kaybetmesi ve Bretton Woods'un çöküşü etkili olmuştur.

- Monetaristlerin geliştirdiği varsayımların önemli bir kısmının kabul görmesi ile parasal hedefleme politikası daha da popüler hale gelmiştir.

Merkez Bankasının parasal hedeflemede para kavramlarından hangisini kontrol etmesinin uygun olacağına karar vermesi gerekmektedir. Bu amaçla Merkez Bankası iki temel kriteri baz alarak hareket etmektedir. Bunlardan birinci parasal büyüklüğün ekonomik faaliyetleri etkileyebilecek para arzı ile ilişkili olmasıdır. Bir diğeri ise seçilecek olan parasal büyüklüğün Merkez Bankasının para politikasını sürdürebilmek amacıyla kullanabileceği tüm araçları kapsıyor olmasıdır (Takım, 2011: 22).

Parasal hedeflemenin avantajları (Özyurt, 2006: 286):

- Parasal hedefleme merkez bankasına belirleyeceği para politikası ile ülke problemlerini çözmeye imkânı vermektedir.

- Merkez bankası enflasyon hedeflemesi ile diğer ülkelerde olanlardan daha farklı enflasyon hedefleri seçme imkânı sunar.

- Merkez bankası parasal hedeflemede döviz kuru hedeflemesine göre kendi hedeflerine daha kolay ulaşabilmektedir. Parasal hedeflemede enflasyonun kontrolü ve para politikası ile ilgili halka ve piyasalara karşı daha doğru bilgiler ulaştırılmaktadır.

Parasal hedeflemenin dezavantajları (Özdurak, 2015: 635):

- Merkez bankasının para ikamesinin şiddetli olduğu ortamda para arzını kontrol edebilmesi zorlaşmaktadır.²

- Paranın dolanım hızında değişimler meydana gelmesi durumunda para arzı hedefinde sapmalar olacaktır.

- Parasal hedefleme hedeflenen enflasyon ile hedeflenen para arzı arasındaki ilişkinin takibini zorlaştırmaktadır.

Gelişmekte olan ülkeler arasında yüksek enflasyon problemi yaşayanlar için enflasyon hedefi ile birlikte parasal büyüme hızını yakalamak zordur. Dolayısıyla bu ülkelerde paranın dolanım hızı öngörülebilir olmamaktadır. Bundan dolayı, söz konusu ülkelerin parasal hedefleme politikası yerine döviz kuru hedeflemesi uygulaması daha

² Para ikamesi: Kendi ulusal para birimini yabancı para veya paralar ile değiştirmesidir (Serel ve Darıcı, 2006: 151).

makul bir seçim olmaktadır. Yüksek enflasyon tecrübesi yaşamış ülkelerin en dikkat çekici problemlerinden biri yüksek dolarizasyon problemidir. Söz konusu ülkeler içerisinde ücret ve fiyatlar dahil kira sözleşmelerinin önemli bir bölümü döviz cinsinden gerçekleşmektedir. Enflasyondan korunmak isteyen bireyler, ellerindeki parayı ve mevduatları mümkünse yabancı para olarak tutmaya dikkat etmektedir. Yaşanan bu eğilimler parasal otoriterin sahip olduğu gücün kısıtlanmasına neden olmaktadır. Bu durumun nedeni dolarizasyon seviyesinin yükselmesi halinde ulusal para arzının azalması ve bunun ekonomik değişkenler üzerinde önemli bir etki yaratacak olmasıdır (Pehlivan, 2015: 16).

1.7.2. Döviz Kuruna Dayalı Rejimler

Döviz kuru hedeflemesini uygulayan ülkeler genellikle döviz kurunu ve enflasyonu düşürmek için düşük enflasyona sahip bir ülkeye para birimini sabitleyen küçük ülkelerden oluşmaktadır. Geçmişte gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler tarafından kolay ve anlaşılır yapısından dolayı uygulanan bir stratejidir (Bozkurt, 2006: 45). Döviz kuru hedeflemesi sisteminde ulusal paranın değeri enflasyon oranı düşük olan bir ülkenin parasına bağlanmaktadır. Böylelikle döviz kurlarının enflasyon beklentileri için bir sabitleyici (çıpa) görevi görmesi beklenmektedir. Merkez bankası sabit kur sistemi üzerinden döviz alım satım taleplerini gerçekleştireceğini duyurur. Böylelikle merkez bankası tarafından döviz kurlarının gelecekteki belirsizliği azaltılmış olup kurdan kaynaklı fiyat artışlarının önüne geçilmesi sağlanmaktadır. Fakat fiyat istikrarını sağlamak yeterli döviz rezervine sahip olunmasına bağlı bir durumdur. Eğer merkez bankasında yeterli döviz rezervi olmadığı iktisadi ajanlar tarafından fark edilirse veya döviz piyasası döviz talebini karşılayamazsa, serbest piyasa kuru ile sabit kur arasındaki fark büyüyerek yerel paraya yönelik spekülasyon saldırıları gerçekleşir. Spekülasyon saldırılarının yaşanmasıyla merkez bankası kurları sabit tutamayacağından sabit kur sistemi çökecek, enflasyonla mücadelede başarılı olunamayacaktır. Birçok ülkenin sabit döviz kuru sisteminde başarısız olmasının temelinde ulusal paraya yönelik spekülasyon saldırıları yatmaktadır (Arslan, 2014: 183).

Döviz kuru hedeflemesinin avantajları (Paya, 2013: 197):

➤ Döviz kuru hedeflemesinin nominal çıpası, uluslararası ticarete konu olan mal ve hizmet fiyatlarını sabitleyerek veya kısarak enflasyonu kontrol altında tutmaya çalışmaktadır.

➤ Merkez bankası bu stratejide yerel paranın değer kaybı yaşadığı durumlarda sıkı bir para politikası uygulamaktadır.

➤ Toplum tarafından anlaşılmasının kolay olması ve ekonomi üzerinde geniş bir etkisinin bulunması da bir avantajdır.

Döviz kuru hedeflemesinin dezavantajları (Orhan ve Erdoğan, 2007: 295-296):

➤ Döviz kurunun nominal çıpa olarak belirlenmesi halinde kurumsal ve yapısal değişikliklerin zamanında yapılması gerekmektedir. Aksi durumda, yerel paranın değerlendirilmesi söz konusu olabilmektedir.

➤ Yerel paranın aşırı değerlendirilmesi durumunda ithalat artarken de ihracat azalmaktadır. Bu süreç dış ticaret açıklarının genişlemesi anlamına gelmektedir. Bireyler yerel paranın aşırı değerlendirildiğini gördüklerinde devalüasyon beklentisine girmektedir. Devalüasyonun yüksek oranda yaşanması ile ekonomide kriz meydana gelmektedir.

➤ Sabit kur rejimi uygulanan gelişmiş veya gelişmekte olan ülke ekonomilerinde kamu ya da özel sektördeki mevcut borçların önemli bir bölümü kısa vadeli olup döviz cinsinden ifade edilmektedir. Böyle bir durumda yerel paranın devalüe edilmesi, borçların reel değerinde meydana gelen artış ve borcu geri ödemede sorun yaşanmaktadır.

Kalkınmakta olan çoğu ülke para politikalarını başarılı bir şekilde yürütememektedir. Bunun nedeni, bu ülkelerin siyasi ve parasal kurumlarının gelişmemiş olmasıdır. Bundan dolayı bağımsız para politikasının kazancı çok az olurken kayıpları çok daha yüksek olmaktadır. Aslında bu, pek çok gelişmekte olan ülkenin döviz kuru hedeflemesini benimsemesinin nedenlerinden biridir. Bununla birlikte, gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru hedeflemesi, finansal kırılganlığı ve ekonomik bir krizi tetikleyebilecek bir politika olarak bazı dezavantajlar da yaratmaktadır (Mishkin, 1999: 6).

Döviz kuru stratejisinde ilk koşul merkez bankasının yeterli döviz rezervine sahip olmasıdır. İkinci bir kriter döviz kurlarının sürekli olarak izlenmesidir. Ayrıca,

merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarının sağlanması varsayımı ile küçük ve açık ekonomilerde döviz kurlarının fiyat düzeyi ile bağlı oldukları görülmektedir. Döviz kurlarının hedeflenmesinin bu açıdan fiyat istikrarının sağlanması için uygun bir değişken olduğu düşünülebilir. Buna karşılık döviz kuru hedeflemesinde fiyat istikrarı ve bu yöndeki beklentilere ilişkin belirli bir gecikme etkisinin olması, ülkeye girecek sermayeye bağlı olarak yerli paranın yabancı para karşısında değerli duruma gelebilir. Bundan dolayı uluslararası alanda ülkenin rekabet etmesi dezavantajlı duruma gelmektedir (Bozkurt, 2006: 51).

Dalgalı döviz kuru sisteminin tercih edilmesi ülkeler açısından pek tercih edilmemektedir. Dalgalı döviz kuru uygulanan bir ülkede çok farklı para politikası stratejileri izlemektedir. Ancak kalkınmakta olan birçok ekonomi, ihracat, ithalat ve uluslararası sermaye akışları ekonomide büyük bir paya sahiptir. Bundan dolayı döviz kurundaki istikrarsızlıklar reel ekonomide önemli dalgalanmalara neden olabilmektedir (Calvo ve Mishkin, 2003: 4-5).

Para otoritelerinin fiyat istikrarını sağlaması ve enflasyonu kalıcı bir şekilde engelleyebilmesi için güvenilirliği sağlamak ve artırmak önemlidir. Aksi halde bu durum beklentilerin fiyat istikrarı ile çelişmesine yol açabilir. Merkez Bankası güvenilirliği ancak para politikasında açık, anlaşılır ve esnek kurallar belirleyerek sağlayabilir. Fakat bunun içinde sadece Merkez Bankasının güvenilirliği sağlaması yetmeyecektir. Ülkelerin siyasi iktidarlarının da enflasyonu kalıcı olarak çözebilmesi için sorumluluk almaları gerekmektedir. Bu da aslında ülke ekonomisinin mali yapısının sağlam olması ile yakından ilgilidir. Mali ve finansal yapının zayıf olması uygulanan stratejinin de başarısızlığına neden olabilir.

1.8. Parasal Aktarım Kanalları

Merkez Bankası, para politikası aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını (politika faizi) kullanarak faiz kararları almaktadır. Merkez Bankasının faiz kararları parasal aktarım kanalları yoluyla tüketici ve üreticilerin harcamalarını, tasarruflarını ve yatırım kararlarını etkilemektedir. Bu süre zarfında toplam talep üzerinden ekonomik aktiviteyi ve enflasyonu dolaylı olarak etkilemektedir. Merkez bankaları için faiz oranları fiyat istikrarını sağlayan ve enflasyonu belirli bir seviyede tutan bir araçtır. Merkez Bankaları tarafından belirlenen faiz oranları ile banka ve banka dışı finansman kuruluşlarının

müşterilerine verecekleri faiz oranları, kredi miktarı, hisse senedi ve bono fiyatları, döviz kuru ve bekleyişleri etkilenmektedir (Bakan ve Akçacı, 2015: 71).

1.8.1. Geleneksel faiz kanalı

Keynesyen görüşe göre faiz oranlarındaki değişiklikler ekonomik hareketleri etkileyecektir. Merkez bankasının uyguladığı politikalar sonucunda faiz oranlarında değişimler meydana gelmektedir. Faiz oranlarında meydana gelen değişimlerle faiz oranlarına duyarlı olan yatırım harcamalarında ve dolayısıyla da üretimde değişimler ortaya çıkmaktadır. Faiz oranlarının düşmesi hanehalklarının tüketiminin artmasına ve yatırım maliyetinin düşmesine sebep olacaktır. Bu şekilde tüketim ve yatırım mali talebinin artması ekonomide toplam talebin yükselmesine neden olacaktır. Bunun sonucunda üretim artacaktır. Faizlerdeki yükselme tüketim harcamalarını azaltırken, faiz oranlarının düşmesi tüketimi özendirir. Ancak bu durum tüm bireyler için geçerli olmamaktadır. Bu durum, tasarruf mevduatları üzerinden gelir sağlayan birey için faiz oranlarının artmasıyla gelirinin de artacağı anlamına gelmektedir. Bu getirinin yüksek olması daha yüksek harcama durumu sağlamaktadır (Ceylan, 2010: 20-21).

Faiz oranlarının tüketim ve yatırım üzerine uzun vadede mi, yoksa kısa vadede mi etkisinin olduğunu teorik olarak belirlemek güç bir durumdur. Fakat konut, makine ve teçhizat gibi uzun dönemli yatırım kararlarında faiz oranları daha etkili olmaktadır. Merkez bankalarının bu noktada sadece faiz oranlarını kısa vadede etkileyebilmesi, yatırım ve harcama kararları verilmesinde esas olarak uzun vadeli faiz oranlarının etkili olması bir çelişki ortaya çıkarmamaktadır. Bunun nedeni banka dışı yatırımcıların varlık portföylerindeki borç enstrümanları arasındaki ikame ilişkisinin kısa ve uzun vadeli faiz oranlarının beraber hareket etmesine neden olmasıdır. Örnek olarak, diğer değişkenler sabit olduğunda, kısa vadede faiz hadlerindeki düşüş, kısa dönemli varlıklardan uzun dönemli varlıklara doğru bir hareket oluşturacaktır (Kasapoğlu, 2007: 13-14).

Bazı iktisadi görüşlere göre para politikasının harcamalardaki etkisini açıklamak için faiz kanalı yeterli bulunmamakta ve aşağıdaki eleştiriler yapılmaktadır (Cengiz, 230: 2009):

➤ Faiz kanalında sadece para ve tahvil varlık olarak hesaba katılarak kredi işlemleri üzerinde durulmamaktadır.

➤ Bankalar sadece tasarruf mevduatı toplamakta ve firmalara yatırım için finansman sağlanarak kredi verilmektedir. Bankaların başka işlevlerinin olmaması aktarım süreci içerisinde pasif olmasına neden olmaktadır.

➤ Merkez Bankası kısa vadeli faiz oranlarını kolay bir şekilde kontrol edebilmektedir. Ancak işletmeler uzun vadeli faiz oranlarını dikkate alarak yatırım kararları almaktadır. Bununla beraber faiz kanalında sadece tek bir faiz oranından bahsedilmekte ve faizin vadesi üzerinde durulmaktadır.

1.8.2. Banka Kredisi Kanalı

Para miktarındaki değişmelerin banka kredilerini etkileyerek reel ekonomiye yansımaları, kredi kanalını ortaya çıkarmaktadır. Merkez bankası genişlemeci bir para politikası uyguladığı zaman para miktarının artması banka rezervlerini yükseltmektedir. Böylece bankalar müşterilerine daha fazla kredi sağlayarak toplam kredi hacmini arttırmaktadır. Bu durum yatırımcıların daha fazla kredi talep etmesiyle daha fazla yatırım yapmalarını sağlamaktadır. Ekonomide toplam yatırım miktarının artışından dolayı toplam üretim ve milli gelir düzeyi yükselmektedir. Dolayısıyla para miktarında yaşanan değişmeler reel sektöre yansımış olacaktır (Arslan, 2014: 177-178).

Banka kredileri ve mevduatları eğer diğer borçlanma ve tasarruf enstrümanları ile tamamen aynı özellikleri taşıyor olsaydı, bu araçlar arasında herhangi bir getiri farkı olmayacaktır. Tüm araçların tam ikamesinin olduğu bir sistemde bankalar pasif bir rolde olacak, parasal aktarım mekanizması bankaların davranışlarından bağımsız bir şekilde işleyecektir. Fakat bu sistemde diğer borçlanma ve tasarruf araçlarını banka kredileri ve mevduatları, tam olarak ikame edememektedir. Bu durum bankaların, kredi piyasasındaki asimetrik bilgi problemini azaltmasından kaynaklanmaktadır. Borç veren ve borç alan arasındaki asimetrik bilgi problemi, kredi piyasasının da etkin bir şekilde çalışmasına engel olmaktadır. Bankaların bu ortamda takip etme, gözetleme ve değerlendirme konularındaki uzmanlıkları kredi piyasasının çalışmasında özel bir rol oynamaktadır (Kasapoğlu, 2007: 25).

1.8.3. Kredi Tayınlaması

Kredi piyasalarında ters seçim teorisi, Stiglitz ve Weiss tarafından 1980'li yıllarda yapılan bir çalışmadır. Ters seçim teorisi, bankalardan kredi talebinde

bulunanların çeşitli ödeme olasılıklarına sahip olmasının bir sonucudur. Yani bankanın beklediği getiri karşı tarafın krediyi geri ödeme olasılığına bağlıdır. Ters seçim teorisi kredilerin geri ödenme olasılıklarını belirleyerek daha yüksek düzeyde ödeyemeyecek olanları tespit etmektedir. Buna göre bankalar yüksek faiz ödemeye gönüllü olanları daha riskli görmektedir. Daha yüksek faiz oranından borçlanmak isteyenler kredilerin geri ödenme ihtimali düşük olacağından, borçlananların ortalama riski artmakta ve bankanın kârı düşmektedir (Karahana ve Uslu, 2018: 10-11).

Kredi tayinlaması genellikle kredi piyasalarında yaşanan eksik bilgiden dolayı ortaya çıkmaktadır. Ayrıca kredi kanalı, para politikasında değişikliklere gidilmesi sonucunda finansal piyasalardan borç alanları ve borç verenleri bir araya getirerek hem etkinliği değiştirmekte hem de kredi piyasasındaki tayinlamanın kapsamını etkilemektedir. Dolayısıyla toplam harcama düzeyinin likidite sınırlamalarından etkilenmesi yoluyla da çalışmaktadır. Kredi tayinlaması kredi kanalının varlığı için yeterli bir şarttır ancak gerekli bir şart değildir. Para politikası kredi koşulları sıkı olduğunda daha etkili olmaktadır. Dolayısıyla para politikasının çıktı seviyesini arttırmada azaltmaya kıyasla etkisi daha sınırlıdır (Tunç, 2012: 33-34).

1.8.4. Varlık Fiyatları Kanalı

Para politikası değişiklikleri bono, hisse senedi ve gayrimenkul gibi varlıkların fiyatlarını etkilemektedir. Varlık fiyatlarının düşmesi durumunda firmaların ve hanehalklarının borç ve varlık oranları da değişmektedir. Dolayısıyla bu durum firmaların ve hanehalklarının borçlarını geri ödemede zorluklarla karşılaşmalarına veya zorluklarla karşılaşabilecekleri endişesine kapılmalarına yol açabilmektedir. Para politikası uygulamalarının toplam talep üzerindeki etkileri, varlık fiyatları ve bilanço değişmelerine iktisadi etkinliklerin tepki vermesi sonucu daha da güçlenebilmektedir. Faiz hadlerindeki artış sonucu varlık fiyatlarının azalması ile toplam üretim düzeyinde ve toplam gelirden azalma ortaya çıkmaktadır. İktisadi faaliyetlerde gelişen bu azalma firmaların ve hanehalklarının nakit hızlarını zayıflatmaktadır. Bu durum firmaların ve hanehalklarının finansal sıkıntılar karşısında daha da savunmasız kalmalarına ve toplam harcamalarda toplam azalmalara yol açmaktadır (Kasapoğlu, 2007: 16-17). Bu çalışmada para politikalarının varlık fiyatlarına etkisi, hisse senedi ile konut ve arazi fiyatları altında iki başlıkta incelenmektedir:

➤ Hisse Senedi Kanalı

Merkez bankası tarafından faiz haddi düşürüldüğünde, tahvil getirilerinin düşeceği için hisse senetlerine olan talep artacaktır. Bundan dolayı hisse senetleri fiyatları artacaktır. Bu gelişmeler sonrası firmaların piyasa değeri firma maliyetine oranla artacak ve bunun sonucunda yatırım ve üretim de yükselecektir. Hisse senedi kanalına alternatif bir kanal olarak hisse senedi fiyatlarının bireylerin servet düzeyini etkilemesi sonucu tüketim harcamalarındaki değişimler de kapsanır. Yaşam boyu gelir modelinde tüketicilerin harcama kararlarının hayat boyu gelirlerine bağlı olduğu ifade edilmektedir. Yaşam döngüsü modeline göre bireylerin finansal servetlerinin büyük bir bölümü borsadaki yatırımlarından oluşmaktadır. Borsa gelirlerinde artış olması finansal servet değerinin ve tüketicilerin yaşam boyu gelirinin artırmasıdır. Yaşam boyu gelir artışı da tüketimi artırması sonucu yatırım harcamalarını yükseltmektedir (TCMB, 2013b: 6-7).

➤ Konut ve Arazi Fiyatları Kanalı

Konut ve arazilerin servette önemli bir yeri bulunmaktadır. Genişletici bir para politikası uygulanması durumunda konut ve arazi fiyatlarının değerinde bir artışa ve dolayısıyla tüketim harcamalarında yükselişe yol açmaktadır. Örneğin, Japonya 1980 ve 1990 yılları arasında uyguladığı para politikasının konut ve arazi fiyatları kanalı üzerinden ekonomide önemli etkilere yol açtığı belirtilmektedir (Cengiz, 2009: 232).

1.8.5. Döviz Kuru Kanalı

Esnek döviz kuru rejimleri ve küreselleşen piyasalarla birlikte parasal aktarımın döviz kuru kanalı üzerinden ihracat ve üretim düzeyine etkisi önem kazanmıştır. Söz gelimi bir ülkenin dışa açıklık seviyesi ne kadar yüksek ise o ülkede döviz kuru kanalı o derece etkinliğe sahiptir. Döviz kurunun gelişmekte olan birçok ülkede bono, hisse senedi ve gayrimenkul piyasaları gelişmediğinden uygulanan para politikalarına karşı en çok etkilenen varlık fiyatı olduğu söylenebilir (Kasapoğlu, 2007: 17). Döviz kurları dışa açık ekonomilerde temel ekonomik göstergeleri etkileyen en önemli enstrümanlardan biri olarak gösterilmektedir. Gelişmiş ülkeler döviz piyasalarına daha az müdahalede bulunurken gelişmekte olan ülkeler döviz piyasalarına sürekli olarak aktif bir şekilde

müdahalede bulunmaktadır. Para otoriteleri de bu durumdan dolayı kısa vadeli faiz oranları vasıtasıyla döviz kurlarının hareket yönünü etkilemeye çalışmaktadır (Bakan ve Akçacı, 2015: 70).

Döviz kuru kanalı, esnek döviz kuru rejiminin uygulandığı dışa açık bir ekonomide işleyebilmektedir. Merkez bankası tarafından uygulanan para politikası faiz oranlarını değiştirmektedir. Bu gelişmeyle döviz kuru üzerinden gelen değişimler fiyat düzeyini ve milli geliri etkileyebilmektedir (Ceylan, 2010: 20-21). Döviz kuru kanalı toplam talep ve toplam arzı etkileyerek çalışmaktadır. Merkez bankası genişletici bir para politikası uygulaması durumunda sermayenin maliyeti olan reel faiz oranının düşmesinden hemen sonra sermaye hareketlerinin hacmi de değişmektedir. Sonuç olarak yerel para değersizleşirken döviz kuru değerlenmektedir. Yerel paranın değer kaybetmesiyle beraber yurtiçi mallar ucuzlarken yurtdışı mallar da pahalılaşmaktadır. Bu durum net ihracatı artırarak milli gelirin artmasını sağlamaktadır. Net ihracatın artması ile firmalar yeni yatırım kararları alarak toplam talep ve reel çıktıyı olumlu etkilemektedir (Büyükkakın vd., 2008).

Döviz kurundaki dalgalanmalar firmaların ve hanehalkının bilançolarını da etkilemektedir. Çoğu ülkenin firmaları ve hanehalkları ya doğrudan dışarıdan veya ulusal bankalar üzerinden ülkede yabancı para cinsinden borç taşırlar. Yabancı para cinsinden bu borçların, varlıklar üzerinden tamamen karşılanmadığı durumlarda, döviz kuru değişimleri üreticilerin ve tüketicilerin net değerlerini ve borç-varlık oranlarını etkilemektedir. Dolayısıyla harcama ve borçlanma tutumlarında önemli değişikliklere neden olmaktadır (Kamin vd, 1998; akt. Kasapoğlu, 2007: 18).

1.8.6. Beklenti Kanalı

Beklentiler kanalı, iktisadi karar birimlerinin gelecek dönemlere ilişkin ekonomik koşullarda meydana gelmesi beklenen değişimler üzerine çalışılan bir aktarım kanalıdır. Gelecekte yaşanacak olaylar ve koşullar üzerine tam bir öngörünün ve güvencenin olmadığı ve belirsizliğin olduğu bir ortam ortaya çıkmaktadır. Bu durum iktisadi birimler geleceğe yönelik çeşitli kararlar almak zorunda bırakmakta ve beklenti oluşturmalarını gerekli kılmaktadır. Beklentiler oluşturulurken ekonomik büyüklüklerle ilgili geçmişteki deneyimler, karar alma süreci içerisinde elde edilen bilgiler, ekonomik yapı ve beklenen potansiyel değişimler dikkate alınmaktadır. İktisadi

birimlerin oluşturdukları beklentiler, para politikası ile ilgili alınacak kararlar ve uygulamalar bu süreçte dikkate alınması gereken en önemli unsurlardandır. Para politikası, beklentileri etkileyerek fiili beklentileri değiştirebilmektedir. Ayrıca uygulanacak para politikasının önceden açıklanması da beklentileri değiştirebilmektedir. Para politikasının beklentileri doğru bir şekilde etkilemesi halinde iktisadi birimlerin tepkileri hedeflenen doğrultuda olmaktadır. Böylelikle para politikasının etkinliği artmaktadır (Bakan ve Akçacı, 2015: 71).

Parasal değişiklikler, iktisadi karar birimlerinin bekleyişlerini etkilemesiyle de ekonomide reel değişmelere yol açabilmektedir. İktisadi karar birimleri para arzının arttığı dönemlerde harcamalara yöneltebilecekleri çok miktarda para olacağından beklentileri de olumlu yönde değişmektedir. Para arzı azaldığında iktisadi karar birimlerinin harcamalara yöneltecekleri miktar azaldığı için beklentiler olumsuz yönde değişmektedir. Bununla birlikte toplam talep azalmaktadır. Toplam talep azalmasıyla üretimi ve istihdam azalmakta ve milli gelir düşmektedir (Arslan, 2014: 181-182).

Merkez Bankasının güvenilir, şeffaf ve kredibilitesi yüksek bir konuma sahip olması beklenti kanalının etkin işleyebilmesi için önemlidir. Eğer yeteri güveni sağlayamadıysa veya uyguladığı politikaların başarılı olacağı konusunda tereddütler duyulmasına sebep olduysa beklentileri yönlendirmesi zorlaşacaktır (Tufan, 2019: 24). Para politikasında değişikliğe gidilmesi halinde enflasyon, istihdam, büyüme üzerinden gelecekteki gelir ve kâr/zarar şeklindeki beklentileri etkilemektedir. Beklentilerde değişimler yaşanması özel kesim ekonomik faaliyetlerini etkileyecektir. Söz konusu toplum ekonominin gelecek dönemde daha büyüyeceğinin işareti olarak politika oranlarında düşüş olacağını tahmin edebilir. Bu durum tüketim ve yatırıma olan güveni artıracaktır (Bakan ve Akçacı, 2015: 72). Merkez Bankalarının hedeflerine ulaşmak amacıyla hangi araçları kullanmalarına karar vermeleri gerektiğinde parasal aktarım mekanizmalarının önemli yeri bulunmaktadır. Merkez Bankası tarafından uygulanan para politikasındaki değişimlerin etkileri hem reel hem de finansal kesime yansımaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM

2. ENFLASYON VE KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ

Enflasyon kavramı ekonomide belli bir dönem içerisinde fiyatlar genel düzeyinin yükselişini tanımlamak için kullanılan bir terimdir. Paranın değer kaybettiği anlamına gelmektedir (RBNZ, 2014: 1). Fiyatlar genel düzeyinde yaşanan kısa süreli artışlar enflasyon olarak değerlendirilmemektedir. Enflasyonu ölçmek için tüketiciler tarafından tüketilen mal ve hizmetlere (belirli bir zaman içerisinde) ait harcama sepetleri kullanılmaktadır. Harcama sepeti oluşturulurken toplum içerisinde yer alan hanehalklarının ortalama harcama alışkanlıklarına göre belirlenmektedir (Öztürk, 2017: 276-277).

Enflasyonda fiyat artışları kümülatif bir niteliktedir. Bazı mal ve hizmetlerin fiyatları genel fiyat artış eğilimine uymasalar da bir zaman sonra bu malların fiyatları da eğilimine girmektedir. Fiyat artışlarına yol açan pek çok neden bulunmakla birlikte bu fiyat artışlarının bireyler, üreticiler ve devletler farklı sonuçları olmaktadır. Fiyat artışlarının nedenleri genel olarak, toplam talebin toplam arzdan yüksek olması, faiz oranlarının yüksek olması, bilinçsiz yapılan devalüasyon, yatırımların tasarruftan yüksek olması ve yanlış uygulanan ekonomi politikaları ile sıralanabilir (Çiftci, 2015: 41). Devlet açısından enflasyonun etkisi devletin giderlerinin gelirlerinden fazla olması, finansman dengesinin sağlanamaması, bütçe açıkları kamunun vergi ve diğer kalem gelirlerinin yetersiz olması şeklinde sıralanabilir (Balat, 2010: 4). Bu bölümde enflasyon türlerine, nedenlerine, enflasyon hedeflemesi ile para politikası ve enflasyon ilişkisine yer verilmektedir.

2.1. Enflasyon Türleri

Enflasyon türlerini bu başlık altında gelişme türlerine ve hızına göre enflasyon türleri iki bölüm içerisinde açıklanmaktadır.

2.1.1. Gelişme Türlerine Göre Enflasyon

Gelişme türüne göre enflasyon, açık ve gizli enflasyon adı altında incelenmiştir.

2.1.1.1. Açık Enflasyon

Ekonomi üzerinde etkili kuruluşların herhangi bir kontrol mekanizması kurmaması üzerine ekonomide yaşanan çeşitli kaynak yetersizliklerinden dolayı fiyat artışları nedeniyle ortaya çıkan enflasyon türü olarak adlandırılmaktadır. Bu enflasyon türü talep fazlalığı ya da maliyet artışı ile gerçekleşebilmektedir. Her iki durumda da gözle görülebilir bir enflasyon artışı ortaya çıkmaktadır. Enflasyonun yayılması ve fiyat artışlarının toplu bir hal alması ile halk, fiyatların artacağına ve bunun devamlı olacağına inanmaktadır. Açık enflasyon türünde fiyatların sürekli yükseleceği beklentisi, talebin aşırı artışına ve malların da stoklanmasına neden olmaktadır. Fiyat artış hızı yüksek seyreden bir ekonomide paranın dolaşım hızı artacağından, para değer kaybetme sürecine girmekte ve satın alma gücünün azalmasıyla enflasyonun büyümesi hızlanmaktadır (Çiftci, 2015: 69-70; Künc, 2011: 13).

2.1.1.2. Gizli Enflasyon

Gizli enflasyona baskı yapılarak kontrol altında tutulmaya çalışılan enflasyon da denilmektedir. Bu enflasyon türü özellikle İkinci Dünya Savaşından sonra ortaya görülmüştür. Gizli enflasyonda yüksek fiyat artışları ve genel dengesizlik yaşanmamaktadır, ancak talep fazlası bulunmaktadır. Bu talep fazlası likit varlıklar ve alacaklar şeklinde birikmektedir. Burada enflasyon, fiyatların dondurulması, kambiyo kontrolleri ve bütçe fazlası ile kontrol altına alınmaktadır. Enflasyon sorunu suni müdahalelerle geciktirilmeye çalışılmaktadır. Ancak sorunun tamamıyla çözümlenemediği durumlarda gizli enflasyondan bahsedilmektedir (www.ekodialog.com, 2020).

2.1.2. Hızına Göre Enflasyon Türleri

Hızına göre enflasyon türleri ılımlı, kronik ve hiperenflasyon adı altında üç başlık ile incelenmiştir.

2.1.2.1. İlimli Enflasyon

Bir ülke ekonomisinde fiyatlar genel seviyesinin gelişmişlik düzeyine göre artış yaşaması ılımlı enflasyon olarak ifade edilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde yıllık %6, gelişmiş ülkelerde ise yıllık %4 düzeyinin altındaki fiyat yükselişleri ılımlı

enflasyon oranını göstermektedir. Ekonomilerde istikrarlı bir durum olması halinde en ideal enflasyon türü ılımlı enflasyon olarak tercih edilmektedir. Bunun nedeni, tek haneli enflasyonun ekonomide canlılık ve hareketlilik sağlamasıdır. Ancak, ılımlı enflasyon dışında gerçekleşecek enflasyon türleri ekonomiyi olumsuz etkileyebilir. Fiyatların önceki yıla göre düşüş yaşaması, ekonomideki durgunluk, paranın dolaşım hızının düşmesine, üretim ve tüketim döngüsünün bozulmasına neden olmaktadır. Sonuç olarak, bir ekonomide istikrar ve büyümenin sağlanmasında ılımlı enflasyon diğer enflasyon çeşitlerine göre daha çok fayda sağlamaktadır (Çiftci, 2015: 56-57).

2.1.2.2. Kronik Enflasyon (Aşırı, Dört Nala, Yüksek Enflasyon)

Aylık fiyat artışlarının %5-%15 seviyesinde güveni sarsacak derecede, gerçekleştiği enflasyon türüne kronik enflasyon denilmektedir. 1970-1980 yılları arasında Latin Amerika ülkelerinde yaşandığı için Latin Enflasyonu olarak da geçmektedir (Parasız, 2002: 7). Kronik enflasyonun yaşandığı ülkelerde, para zamanla değer kaybedeceğinden, halk paraya pek güvenmemektedir. Genelde elde para tutulmaz, tasarruflar enflasyonun üzerinde getiri sağlayacak olan varlıklara, gayrimenkule ve dayanıklı tüketim mallarına yatırılmaktadır. Kronik enflasyonda belirsizlik artarken, yatırım tasarruf ilişkileri, piyasa sistemi, gelir dağılımı, ödemeler dengesi bozulmakta, kontratlar bir yıl veya daha kısa vadeli gerçekleşerek, ülkedeki para ve yatırımlar yurtdışına çıkmaktadır. Bu enflasyon türü zorunlu tedbirler alınacak kadar yüksek olmadığı için hiperenflasyondan daha yıkıcı etkisi bulunmaktadır. Kronik enflasyonda ise halkın aklında sürekli enflasyon olduğundan enflasyonun düşeceğine inanmamakta ve planlarını buna göre yapmaktadır. Kronik enflasyonun ana sebebi, kamunun gelirini aşan harcamalar yapması gelir gider dengesini bozarak kamu açıklarını ortaya çıkarmasıdır. Siyasi bir sorun olduğu söylenebilir. Bu durum, ekonomik istikrar için siyasi istikrarın da önemli bir yer tuttuğunu göstermektedir (Yerli, 2008: 4-5).

2.1.2.3. Hiperenflasyon

Hiperenflasyon çok yüksek oranlara çıkan enflasyon türü olarak ifade edilmekle birlikte aylık %50'yi aşan oranlar hiperenflasyon olarak tanımlanmaktadır. Hiperenflasyon yaşanan bir ekonomide halk, fiyatları sürekli artan malları alabilmek için dükkânlara hücum ederek para tutmaktan kaçınmaktadır. Hiperenflasyonların temel

koşulu fiyat para sisteminin geçerli olması ve büyük bütçe açıkları ile bu açıkların uyardığı parasal büyümenin varlığıdır. Hiperenflasyonun nedenleri (Yıldırım vd., 2016: 421-422):

➤ Bu enflasyon türü ile ilgili genel görüş hiperenflasyonun savaşlarla ilgili olduğudur. Bu görüşe göre savaşın finansmanı büyük bütçe açıklarına neden olarak eninde sonunda parasallaştırılmaktadır.

➤ İç gerginlikler ve zayıf hükümetlerin varlığı hiperenflasyona yol açabilmektedir.

➤ 1920'lerde ve 1980'lerdeki hiperenflasyonların ortak noktası dış şoklardır. Bu dönemler içerisinde savaşlar nedeniyle mağlup olan devletlerin tazminat ödemek zorunda olması ve yaşanan petrol krizlerinin ülkelerin bütçe mağlubiyetlerini artırması sonucunda borçların ödenmesi büyük bütçe açıklarına ve hiperenflasyona neden olmuştur. Bu ülkelerin bütçelerini zora sokan şoklar savaş tazminatları değil dış borç ödemeleridir. Borçların ödenmesi için bütçenin büyük kısmının alacaklılara transfer edilmesi, büyük bütçe açıklarına ve sonunda hiperenflasyona yol açmaktadır.

Paranın değerini tamamen kaybettiği ve en şiddetli enflasyon türü olan hiperenflasyon sonucunda, yerel para sisteminin çökmesi ve yabancı paraların yerel paraların yerine kullanılmaya başlanması durumu dolarizasyon olarak adlandırılmaktadır (Özdurak, 2015: 161).

2.2. Enflasyon Nedenleri

Enflasyonun nedenlerine dört başlık altında yer verilmiştir. Bunlar yapısal enflasyon, talep enflasyonu, maliyet enflasyonu ve beklenti enflasyonundan oluşmaktadır.

2.2.1. Yapısal Enflasyon

Yapısal enflasyon, ekonomik yapının katı olmasından dolayı ortaya çıkan ve az gelişmiş ülkelerde görülen bir enflasyon çeşididir. Ülke ekonomisinin yapısının katılığından kaynaklı bazı sektörlerde üretim, talep değişmelerine kısa süre içerisinde karşılık verememektedir. Yapısal enflasyon, ekonominin yapısından dolayı yer alan enerji, bazı hammaddeler ya da nitelikli iş gücü faktörlerin eksikliğinden kaynaklı talep yapısının üretim yapısına uydurulamaması sonucu yaşanan fiyat artışları durumudur. Bu

tür enflasyonlar genellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde hızlı nüfus artışı, şehirleşme ve yaşam şartlarının zenginleşmesinden dolayı tarımsal ürün talebinde çeşitlenmeler artmaktadır. Tarımda talebin çeşitlenerek artması, tarım ürünlerin fiyatlarında artışlara neden olmaktadır (Çiftci, 2015: 66-67).

Az gelişmiş ülkelerde yapısal enflasyonun gözükmemesinin nedenleri (Balat, 2010: 10):

- Bu ülke ekonomileri tarıma dayalı ve tarımsal ürünlerde arzın yeterli esnekliğe sahip olmaması,
- Talep yapısının üretim yapısına uyum sağlayamaması,
- Üretim faktörleri arasındaki dengesizlik, tarım, sanayi ve hizmet sektörlerindeki verimlilik farkı,
- Nüfusun hızlı artışı ile köy hayatından şehir hayatına göçlerin yaşanması,
- Dış ticaret dengesinde devamlı olarak açık verilmesi,
- Piyasalarda oluşan tekelcilik,
- Tasarrufun ve yatırımın az olması,
- Sermaye piyasalarının yokluğu olarak söylenebilir.

2.2.2. Talep Enflasyonu

Talep enflasyonu, üretilen mal ve hizmetlerin toplam talep artışına karşı yetersiz kalması halinde ortaya çıkmaktadır. Bu enflasyon türü toplam talepte yaşanan sürekli artışlardan kaynaklanmaktadır. Buna karşılık firmalar yüksek talep artışını kısmen fiyatları yükselterek kısmen de üretimi arttırarak dengelemeye çalışır Firmaların mal ve hizmet fiyatlarını ne kadar yükseltecekleri üretimde ve bunun sonucunda maliyetlerde ne kadar artış olacağına bağlıdır (Aykırı, 2008: 46).

Ekonomide üretilen mal ve hizmetlerin tamamı toplam talebi karşılayamadığından fiyatlar genel düzeyinin artışına yol açmaktadır. Bir ekonomide talep enflasyonun yaşanmasının arkasında yatan nedenler aşağıda sıralanmaktadır (Özdurak, 2015: 162):

- Devletin bütçe açıklarını kapatabilmek için para basması,
- Devletin toplam mal ve hizmet miktarından daha fazla kamu harcaması yapması ve para arzını artırması,

- Kişilerin ya da firmaların para piyasası dışına çıkmış parayı dolaşıma arz etmesi,
- Ekonomide hem kişilerin hem de firmaların fiyatların daha artışa devam edeceği beklentisi ile harcamalarını mal arzından daha çok arttırması,
- Ekonomide savaş ya da doğal afet gibi bir nedenle talep şokunun meydana gelmesi.

2.2.3. Maliyet (Arz) Enflasyonu

Maliyetlerin artmasıyla fiyatlardaki yükselişi talep artışının izlemesi ile ortaya çıkan süreç maliyet enflasyonunu ifade etmektedir. Firmaların maliyet artışı yaşamasıyla bazen fiyatları artırarak bunu tüketiciye yansıttığı bazen de üretimi kısıttığı görülmektedir. Bu kararın alınmasında ilgili malın talep esnekliği belirleyicidir. Talep esnekliğinin düşük olduğu durumda fiyat artışlarından dolayı firmanın satışları azalmakta ve böylelikle maliyetlerde yaşanan artışı tüketicilere yansıtmak kolaylaşmaktadır (Aykırı, 2008: 48).

Maliyet enflasyonundaki artışın temel nedenleri (Künç, 2011: 10):

- Sendikalar, firmalar ya da hammadde üreticilerinin piyasayı kontrol etmek istemeleri,
- Hükümet tarafından getirilen yeni vergiler etkili olmaktadır.

Fiyat artışı hükümetin uyguladığı para politikasının bir parçası da olabilmektedir. Hükümetler seçim öncesi kamu iktisadi kuruluşlarının ürünlerinde seçim sonrası işçi ve memur ücretlerinde artışa gidebilmektedir. Yapılan bu artışlar sonrası ürünleri hammadde olarak kullanan sektörlerdeki maliyet yükselmektedir. Benzer şekilde tarım ürünlerini desteklemek için verilen zamlar tarım ürünlerini girdi şeklinde kullanan firmaların maliyetlerini yükseltmektedir. Ayrıyeten kamu sektöründeki bu ücret artışları özel sektöre de etki etmektedir. Bunun sonucunda toplamda üretilen mal ve hizmetlerin maliyetlerinin yükselmesiyle fiyatlar da artmaktadır. Diğer taraftan, çalışanların gelirlerinde yapılan artış da talebin, maliyetlerle birlikte enflasyonu yukarı çekmesine neden olmaktadır. Döviz kurlarındaki artış hammadde yönünden dışa bağımlı sektör ve firmaları da doğrudan etkilemektedir (Çiftçi,2015: 65-66).

2.2.4. Beklenti Enflasyonu

Bir ekonomide merkez bankası tarafından ilan edilen haliyle dönem sonu gerçekleşmesi umulan, gerçekleşmesi için hedeflenen enflasyona beklenen enflasyon, dönem sonunda ortaya çıkan enflasyona gerçekleşen enflasyon denmektedir. Beklenen enflasyon ve gerçekleşen enflasyon arasındaki farka sürpriz enflasyon adı verilmektedir. Bir ekonomide sürpriz enflasyonun yarattığı sonuçlar aşağıda sıralanmaktadır (Özdurak, 2015: 165):

- Toplumda sabit gelirli kesimden yüksek gelirli kesime doğru adil olmayan bir şekilde satın alma gücü transferi gerçekleşerek gelir dağılımında adaletsizlik meydana getirir,
- Spekülatif hareketlerin artmasına yol açarak yatırım harcamalarının azalmasına neden olmakta,
- Bireyler gelirini sürpriz enflasyona göre düzenleyemediklerinde satın alma güçleri diğer kesimlere göre daha fazla azalacaktır,
- Ülke ekonomisinde sürpriz enflasyon gerçekleşmesi halinde düşük ve orta gelirli kesimlerin tasarruflarının azalmasına, tüketim harcamalarının artmasına sebep olacaktır. Sürpriz enflasyonla birlikte enflasyonun beklenenden farklı gerçekleşmesi düşük ve orta gelirli kesimlerin, faiz getirisinin azalacağını düşünerek tüketim harcamalarını arttırmasına yol açacaktır.

2.3. Enflasyon Hedeflemesi: Teorik Çerçeve

Bu bölümde öncelikle enflasyon hedeflemesinin ne olduğu ve arka planına değinilmektedir. İkinci olarak enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi için ön koşullara yer verilmektedir. Üçüncü olarak rejimin avantajlarından ve dezavantajlarından bahsedilmektedir.

2.3.1. Enflasyon Hedeflemesi Nedir?

Merkez Bankalarının asıl işlevi paranın değerini korumak olduğundan uzun dönemde enflasyonu düşük seviyelere çekmeyi bir amaç olarak edinmişlerdir. 1970'lerde Keynesyen politikalar eksik istihdamda etkili olurken diğer koşullarda başarılı olamamıştır. Bu dönem dünyada fiyat istikrarını sağlamak birincil politikaya dönüşmüş, enflasyonla mücadelede para stoku ara hedef olarak kullanılmıştır.

1980'lerde finans sektörünün hızlıca gelişmesi sonucu yeni finansal araçlar ortaya çıkmıştır. Bu durum para talebindeki istikrarı bozarak parasal büyüklüklerin ara hedef olarak seçilmesini zora sokmuştur. Sonuç olarak enflasyonda başarılı sonuç alamayan merkez bankaları ciddi saygınlık kaybı ile karşılaşmıştır. 1990'lı yıllarda alternatif politik arayışına sokmuştur. 1990'lı yıllarda merkez bankalarına saygınlıklarını kazandırabilmek ve fiyat istikrarını sağlamak için sanayileşmiş birçok ülke enflasyonu doğrudan hedef alan parasal politika rejimleri uygulamaya başlamıştır (Uysal, 2001: 2). Enflasyon hedeflemesi rejimi, dünyada ilk kez Yeni Zelanda tarafından uygulanmaya başlanmıştır. Bu rejimin enflasyonu düşürmede başarılı olmasından kısa bir süre sonra birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke merkez bankası tarafından uygulanmaya başlandığı görünmektedir (Büyükakın ve Eraslan, 2004: 18).

Enflasyon hedeflemesi, merkez bankası tarafından nihai hedefi olan fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacıyla yönelik bir stratejidir. Bu çerçevede para politikası makul bir dönem için belirlenen bir enflasyon hedeflemesi veya hedef aralığına dayandırılan ve bunun kamuoyuna açıklanması şeklinde tanımlanan bir para politikası uygulamasıdır. Bu rejimde hedefe ulaşmak amacıyla ara hedef ya da hedefler seçme zorunluluğu bulunmamaktadır. Hedeflenen enflasyon ölçütü ülkeden ülkeye değişmektedir. Genellikle tercih edilen ölçüt, TÜFE ya da perakende fiyatlar indeksi gibi geniş çaplı bir enflasyon ölçütüdür. Enflasyon hedeflemesi stratejisi, merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarını sağlayabilmek ve sürdürebilmek için uygulanmaktadır. Bunun için de para politikası belirli bir dönem içerisinde belirlenen bir enflasyon hedef veya hedef aralığına dayalı bulunmaktadır. Ayrıca bu stratejiyle ilgili gelişmeler kamuoyuna duyurulmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejimi, para politikasını bir ara hedef veya hedefler seçme zorunluluğuna bırakmadan direkt nihai hedeflere yönlendirmektedir (Uysal, 2001: 2-3).

Mishkin'e göre enflasyon hedeflemesi stratejisi beş ana unsuru içermektedir (Mishkin, 1998: 18):

- Enflasyon hedeflemesi ile ilgili hedeflere ulaşmada topluma karşı hesap verebilirliğinin artması,
- Para politikasının birincil hedefi olan fiyat istikrarına ulaşılması,

- Merkez Bankasının uygulayacağı plan ve hedefleri hakkında aldığı kararlarla ilgili kamuoyunu ve piyasaları bilgilendirmesi ve para politikası stratejisinin şeffaflığını artırması,

- Enflasyon için orta vadeli sayısal hedeflerin kamuoyuna duyurulması,

- Para politikası araçları birçok değişkeni (döviz kurları, parasal büyüklükler vb.) içinde barındıran bilgilerin olduğu bir stratejidir.

Bu rejimin enflasyonu kontrol eden diğer uygulamalardan temel farkı para politikası araçlarının geçmiş veya cari enflasyon yerine gelecek enflasyona dayanmasıdır. Ayrıca gelecekteki enflasyon hakkında raslantısal bir varsayım yapılmamasıdır. Merkez Bankası enflasyon hedefini gerçekleştirebilmek amacıyla enflasyon tahminleri yapmaktadır. Enflasyon hedeflerine yönelik olası sapmalara karşı parasal araçları nasıl kullanacağını ve politikasını belirlemektedir (Uysal, 2001: 3).

2.3.2. Enflasyon Hedeflemesinin Rejiminin Uygulanabilmesi İçin Gerekli Ön Koşullar

Enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi için bazı ön koşullar gereklidir. Bu ön koşullar merkez bankasının bağımsızlığı, mali sistemin sağlamlığı, gelişmiş finansal sistem ve para politikasının nihai hedefinin fiyat istikrarı olmasından oluşmaktadır.

➤ Merkez Bankasının Bağımsızlığı

Merkez Bankaları 17. yüzyıldan beri faaliyet göstermektedir. Ülkelerin para politikasını yürütmekten sorumlu olan Merkez Bankalarının ilk zamanlarda görevleri para basmak ve gerekli olduğu durumlarda piyasalara likidite sağlamaktır. Merkez bankası, ortaya çıkan finansal kriz ve savaş dönemlerinde fon sıkıntısını gidermiştir. Bundan dolayı kurulan merkez bankası sayılarında artış olmuş ve önemli değişim süreçlerinden geçerek sorumluluklarında köklü değişiklikler yapılmıştır. Bu süreçte merkez bankası bağımsızlığının önemi artmıştır. Merkez bankaları çeşitli yollar ile fiyat istikrarını ana hedef olarak belirlemiş ve yürütmüştür. Fiyat istikrarını ana hedef olarak belirleyen merkez bankası için bağımsızlık önemli hale gelmiş ve ön koşul olarak kabul edilmiştir. Merkez bankaları bağımsızlığının prestijini, güvenilirliğini ve bundan dolayı başarısını arttırdığı düşünülmektedir (Tutar, 2005: 9).

Merkez bankasının yasal bağımsızlığı kadar fiili bağımsızlığı da sağlanması gerekmektedir. Diğer yandan, merkez bankasının tam bağımsızlığı araç bağımsızlığı

anlamına gelmektedir. Enflasyon hedeflemesinde amaç bağımsızlığının pratikte bir önemi yoktur. Çünkü enflasyon hedeflemesinde merkez bankası ve hükümet fiyat istikrarını sağlanması amacıyla büyük ölçüde uzlaşmaktadırlar. Aksi durumda, Merkez bankasının amaç bağımsızlığına sahip olması durumunda merkez bankası ile hükümetin amaçları ve hedefleri arasında çatışma ihtimali ortaya çıkaracaktır ki bu çatışma piyasalar tarafından algılanabilecek ya da farklı yorumlanabilecektir (Akyazı, 2004: 33-34). Merkez bankalarının para politikası araçlarını kullanmada serbest olabilmeleri için bağımsız olmaları gerekmektedir. Böylelikle Merkez bankaları hedeflerine ulaşabileceklerdir. Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanan birçok ülke de hedef enflasyon oranının belirlenmesinde hükümete de rol verilmektedir. Hükümet, enflasyon hedefine ulaşılmasında izleyeceği mali politikalar ile destek olarak merkez bankasının güvenilirliğini arttırmaktadır (Tutar, 2005: 9-10).

Geçmişten günümüze kadar genellikle iktidar gücüne sahip kişiler ekonomide üstünlük sağlama çabasında olmuşlardır. Bu durum merkez bankasının bağımsızlığına karşı olumsuz bir etkide bulunmaktadır. Bu nedenle merkez bankalarının iktidar gücünün baskılarına karşı koruma gücüne sahip olmalıdır. Eğer merkez bankası ile iktidar gücü arasında dengelerin sağlanması başarısızlıkla sonuçlanırsa ekonomide istikrarsızlık ortamı oluşabilir. Ayrıca Merkez Bankası başkanlarının sık aralıklarla değişmesi merkez bankalarının tam bağımsız olmadıklarının göstergesidir. Bu nedenle enflasyon hedeflemesinin en önemli koşullarından biri olan Merkez Bankasının bağımsızlığıdır. Bu bağımsızlığının sağlanamaması sonucu rejimde başarıya ulaşamayacaktır. Merkez bankası bağımsızlığının Şekil 2’de de görüleceği üzere 4 temel unsuru mevcuttur (Aksoy, 2019: 26-27);

Şekil 2. Merkez Bankasının Bağımsızlığının Temel Unsurlar



Kaynak: Aksoy, 2019: 27

Merkez Bankası bağımsızlığının yaşamsal bir konu olması fiyat istikrarının ekonomi için taşıdığı önemden kaynaklanmaktadır. Merkez Bankasının resmi olarak tanındığı ülkelerde para politikalarının maliye politikaları uygulamalarına göre öncelikli olması gerekmektedir. Bu rejimin merkez bankaları için önemli olmasının nedeni, bağımsızlıklarını artırması ile birlikte şeffaf para politikasını beraberinde getirmesidir. Bu açıdan bakıldığında uygulanan para politikasının herkes tarafından net bir şekilde anlaşılır olması gerektiğini de göstermektedir. Birçok ülke enflasyon hedeflemesi stratejisinde belirli zaman aralıklarında enflasyon raporları yayınlayarak kamuoyunu bilgilendirmektedir (Bay, 2017: 17).

Bu stratejiyi uygulayan ülkelerde para politikası mali politikalara göre öncelikli olmalıdır. Devletin hazinesi merkez bankasına karşı borçlanmamalı veya bu olasılığın düşük olması gerekmektedir. Aksi halde para politikasının etkinliği azalacaktır.

➤ Mali sistem

Merkez bankasının enflasyon hedeflemesine geçebilmesi için mali disiplinin sağlanması da diğer ön koşullardan biridir. Bir ülkede mali üstünlüğün veya baskınlığın olmaması güçlü bir mali stratejinin izlenmesinden geçmektedir. Mali baskınlık etkisiz ve zayıf vergi sistemine sahip olan ülkelerde görülen bir durumdur. Para ve sermaye piyasalarının gelişmemiş olması ve vergi sisteminin zayıf olması özellikle gelişmekte

olan ülkelerin kamu harcamalarını borçlanma veya para basımı ile karşılamasına yol açmaktadır. Bu yöntemin uygulanması sonucunda enflasyon ortaya çıkmaktadır. Ülkelerin kamu harcamalarının yüksekliği ve kamu finansmanının dalgalı bir seyir göstermesi, enflasyon beklentilerinde istikrarsızlığa yol açacaktır (Pehlivan, 2015: 41).

Güçlü bir maliye politikasının varlığı aynı zamanda mali baskınlığın olmaması anlamına gelmektedir. Yani kamu harcamalarının kamu gelirleri yoluyla karşılanabilmesidir. Kamu gelirlerinin kamu harcamalarını finanse edememesi durumunda aradaki fark para basımı ya da borçlanma yoluyla karşılanır (Gül ve Gürbüz, 2015). Vergi sistemi zayıf ve etkisiz olan ve bunun yanı sıra para ve sermaye piyasalarının yetersiz olması halinde borçların finansmanı para basılarak karşılanabilir (Ejder, 2002: 195).

Rasyonel hareket eden iktisadi birimler enflasyon tahminlerini oluştururken, sürdürülebilir olmayan bir kamu açığının ya da borcunun olması halinde politika yapıcılar bunları para basarak finansa etmek isteyebilir. Merkez bankasına baskı yapılması ihtimalinden ortaya çıkabilecek zaman tutarsızlığı³ sorunu nedeniyle enflasyon hedeflemesi rejiminin güvenilirliği ortadan kalkacaktır. Hükümetin merkez bankası kaynaklarının kullanımına sınırlamalar getirmesi ve merkez bankasının araç bağımsızlığını sağlayacak düzenlemelerde bulunması, açıkların merkez bankası tarafından monetize edileceği endişelerini kontrol etmekte yardımcı olabilir. Fakat maliye politikasında disiplinin sağlanması mali şeffaflığın olmadığı bir ortamda olumlu sonuç vermeyecektir. Bunun yanı sıra mali şeffaflığın olmaması yetkili kurumlar veya kamuoyu tarafından denetlenmesini zorlaştırabilir. Bundan dolayı şeffaflık, enflasyon hedeflemesinde önemli olduğu gibi maliye politikalarında da son derece önemlidir (Gül ve Gürbüz, 2015).

Enflasyon hedeflemesine geçmeden önce mali istikrarı sağlamak gelişmiş ülkelere göre gelişmekte olan ülkeler açısından daha çok önem arz eden bir durumdur. Çünkü gelişmekte olan ülkelerde kriz dönemleri sonrası toparlanmak için daha çok zaman gerekmektedir. Dolayısıyla güçlü bir denetim sisteminin oluşturmak ve borç yükümlülüklerinde ödeme zorlukları yaşayan finansal kuruluşların sorunları için çözüm yollarına başvurmak tercih edilebilir (Bay, 2017: 21).

³ Zaman tutarsızlığı, parasal otoritelerin daha önceden ilan edilen politikayı değiştirmesi ve uygulamaya koymaması sonucunda ortaya çıkmakta ve enflasyonist eğilime neden olmaktadır (Akay, 2011: 141).

Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanabilmesi için kamu maliyesine yönelik problemlerin çözülmüş olması gerekmektedir. Bundan dolayı enflasyon hedeflemesine geçilmeden önce bütçe açığının para basım yoluyla finanse edilmesi riskinin minimum seviyeye düşürülmesi gerekmektedir. Bu durumla ilgili yapılan araştırmalarda güçlü bir mali disiplinin enflasyon hedeflemesine karşı güvenilirliği arttırdığı ve dezenflasyonist sürecin ekonomideki maliyetleri azalttığı görülmektedir. Ülke ekonomisinde mali disiplinin sağlanamaması halinde yatırımcıların ekonomiye karşı olan güvenleri sarsılmaktadır. Bu durum yatırımcılarda risk algılamalarının bozulmasına yol açarak risk primlerinin artmasına neden olmaktadır. Döviz kuru, çıktı ve enflasyon bundan olumsuz bir şekilde etkilenmektedir (Pehlivan, 2015: 43-44).

➤ Gelişmiş Finansal Sistem

Enflasyon hedeflemesinin önemli ön koşullarından bir diğeri gelişmiş finansal bir sistemin varlığıdır. Çünkü merkez bankasının uygulamakta olduğu para politikası önemli ölçüde finansal sistem içerisinde şekil almaktadır. Buradan da faiz mekanizması yoluyla reel sektöre etki etmektedir. Yani parasal aktarım mekanizmasının başlangıç yeri gelişmiş bir finansal sistemdir (Akyazı, 2004: 36). Bu durum merkez bankasına sadece enflasyon hedefi ile tutarlı politikalara yoğunlaşma imkânı verir. Finansal piyasaların güçlü olması merkez bankasının güvenilirliğini artırmaktadır. Dolayısıyla enflasyonist beklentilerin enflasyon hedefi için çıpa olmasına yardımcı olmaktadır. Bankacılık sisteminin ve mali sektörün zayıf olduğu bir ekonomide para politikası ekonomi üzerinde etkisiz kalır. Bunun nedeni bu şartlarda sistem kırılğan bir yapıya sahip olmakta ve fiyat istikrarına odaklanılması imkânsız bir duruma dönmektedir. Ekonominin ve mali piyasaların zayıf olması halinde enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanması zorlaşmaktadır. Ayrıyeten mali piyasaların gelişmemiş olması denge faiz oranları hakkında güvenilir bilgi verememekte ve kamu sektörü açıklarının finanse edilmesinde yetersiz kalmaktadır (Demirhan, 2007: 32-33).

Merkez bankası para politikası uygulamalarını doğrudan bankalar aracılığıyla yürütmektedir. Ticari bankalar bu anlamda ekonomideki likiditenin düzenlenmesinde önemli bir role sahiptir. Ticari bankalar tarafından ekonomiye kredi sağlanırken merkez bankası ilk başta açık piyasa işlemleri olmak üzere, kanuni karşılık ve reeskont oranları kanalı üzerinden ticari bankalar tarafından sağlanan kredileri etkileyebilmektedir.

Finansal piyasaların gelişmemiş olması Merkez Bankası tarafından kullanılan reeskont oranı, kanuni karşılık ve açık piyasa işlemleri araçlarının sınırlı kalmasına yol açacaktır. Söz konusu bu araçları merkez bankasının kullanmada sınırlandırılması da enflasyon hedeflemesi rejimindeki başarısını olumsuz etkilemektedir (Gül ve Gürbüz, 2015).

Bir ekonomide mali piyasaların gelişmiş olması yerli ve yabancı para cinsinden işlemlerin yürütülmesini etkin bir şekilde sağlamaktadır. Merkez Bankası döviz rezervlerini yönetebilmeleri ve son başvuru merci olarak finansal kuruluşlara kredi verebilmeleri için yerli ve yabancı para cinsinden yapacakları yüklü işlemleri piyasadaki fiyatları olumsuz yönde etkilemeden gerçekleştirmelidir. Öte yandan dolarizasyonun ortaya çıkmasına olanak vermeyecek bir mali piyasada para politikası daha etkin bir şekilde uygulanmaktadır. Bunun nedeni dolarizasyon para politikalarının verimli çalışmasını sınırlamaktadır. Enflasyon hedeflemesinin uygulandığı ülke ekonomilerinde mali piyasalarının gelişmesi gerekmektedir (Demirhan, 2007: 33).

➤ Para politikasının nihai hedefinin fiyat istikrarı olması

Ekonomi politikalarının genel olarak en önemli amaçları, uzun dönemde ekonomide istikrarlı ve sürdürülebilir bir büyüme sağlayabilmektir. Merkez Bankaları, öngörülebilir ve güvenilir bir para politikası yürütmek yoluyla enflasyonu düşük seviyede tutarak ve istikrarlı olmasını sağlayarak hedefi en iyi şekilde destekleyebilir (Aksoy, 2019: 28). Merkez Bankası fiyat istikrarı hedefine odaklanması durumunda büyüme, istihdam düzeyi veya döviz kuru istikrarı gibi başka hedefler seçmemelidir. Bunun nedeni enflasyon hedefi dışında belirlenen parasal büyüklüklere ya da nominal değişken hedeflerine ulaşabilmek amacıyla uygulanan politikaların enflasyon hedefi ile çelişebilecek olmasıdır. Ayrıca para otoritelerinin birden fazla hedefinin olması durumunda hedeflerin güvenilirliği sarsılabilir. Ayrıca enflasyon hedefi rejimini başarılı bir şekilde uygulayan ülkeler fiyat istikrarıyla dolaylı bir şekilde bağlantısı olan başka hedeflere de ulaşabilmektedir. Bu başarının sağlanmasında en önemli unsur fiyat istikrarı hedefinin yeterli düzeyde güvenilirliğe sahip olmasıdır. Enflasyon hedeflemesinin uzun dönemde gerçekleştirilmesi, para politikasının tam istihdama ulaşmasında en önemli faydayı sağlayacaktır (Demirhan, 2007: 31).

Finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler dikkate alındığında merkez bankalarının temel fonksiyonlarını ciddi anlamda etkilediği görülmektedir. Küreselleşen dünyada ve

gelişen teknolojiyle birlikte bağımsız merkez bankalarına duyulan ihtiyaç her geçen gün önemini artırmaktadır. Sonuç olarak merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlamada başarılı olacakları konusunda genel bir fikir birliğine varılmıştır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler, para politikasının reel ekonomi ve enflasyon maliyeti üzerine olan etkisini göz ardı etmeyerek fiyat istikrarını para politikasının temel amacı olarak kabul etmektedir. Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan merkez bankaları, fiyat istikrarını genellikle %2- %3 arasında belirlerken, Avrupa Merkez Bankası (ECB) bunu %2 ye yakın olarak tanımlamaktadır (Aksoy, 2019: 28).

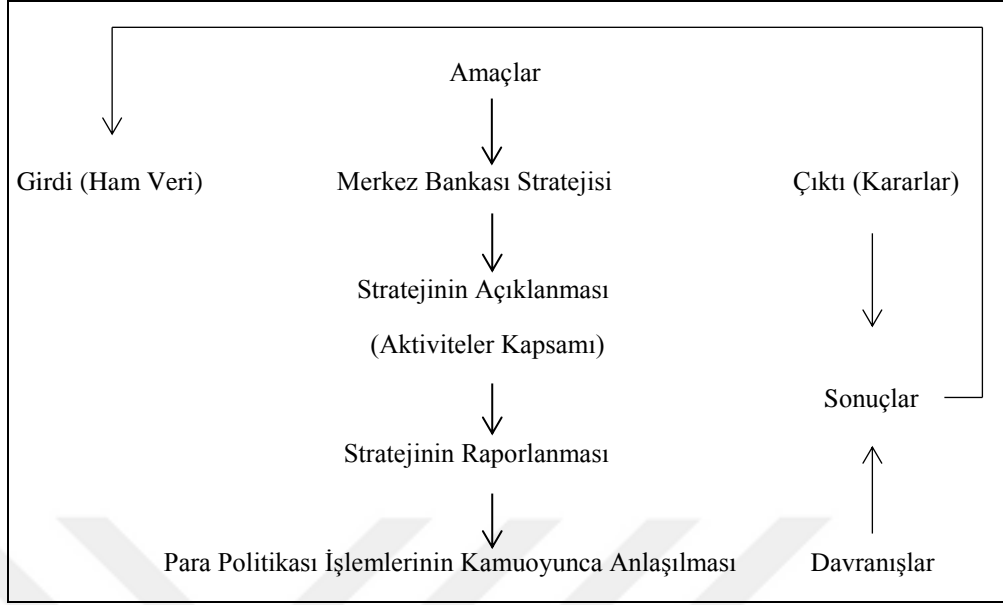
2.3.3. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Özellikleri

Enflasyonla mücadele iki yöntemle yapılabilmektedir. Bunlardan birincisi para arzındaki artışların reel ekonomideki büyümeden fazla olması durumunda para arzı fazlalığının kontrol edilmesi ile yapılmaktadır. İkinci ise enflasyonun bir kısmının beklentiler nedeniyle bunun için de beklentileri kontrol edebilmek amacıyla merkez bankasının hükümetlerden bağımsız olmasını ve politikaların saydam olmasını sağlayabilmektir (Demirhan, 2007: 35). Enflasyon hedeflemesinde başarıya ulaşabilmesi için bu stratejinin taşınması gereken özellikler bulunmaktadır.

➤ Hesap Verebilirlik ve Şeffaflık

Enflasyon hedeflemesinin dikkat çeken en önemli özelliklerinden birisi merkez bankalarının hesap verebilir ve şeffaf olmasıdır. Bu iki kavram teoride ve uygulamada doğrudan birbiriyle bağlantılıdır. Merkez bankaları tarafından alınan kararların ve bu kararların sonuçları üzerinden topluma ve yönetime karşı sorumlu olması hesap verme sorumluluğu olarak ifade edilmektedir. Merkez bankasının bağımsız olması nihai amacı olan fiyat istikrarını sağlarken kamuoyuna karşı sorumluluklarını da yerine getirmektedir. Merkez bankasının şeffaf olması ise para politikasını uygularken kullandığı araçlar hakkında herkesin ulaşabileceği bilgilerin kamuoyuna sunulması hakkındadır. Bu rejimin uygulama alanının artması ile merkez bankaları için şeffaflığın önemi artmıştır. Çünkü enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı olması merkez bankalarının kamuoyunun güvenini kazanmasından geçmektedir. Ülkeler arası uygulamalarda hesap verme şekilleri farklılık gösterse de tüm düzenlemeler belirli bir yasal çerçeve içerisinde olmaktadır (Bay, 2017: 18-19).

Şekil 3. Para Politikasında Şeffaflık



Kaynak: Akyazı, 2004: 44

Şekil 3’de de görüldüğü gibi Merkez Bankası önce amaçlarını ve sonra da buna uygun stratejisini belirlemekte, daha sonra bütün bilgileri kamuoyuna duyurmaktadır. Kamuoyu elde edilen bilgilerin ardından iktisadi davranışlarını yönlendirmekte ve şekillendirmektedir. Merkez bankasının anlaşıldığı gibi sadece enflasyon ve büyüme hedeflerine değil kamuoyunun davranışları üzerinde de etkisi bulunmaktadır (Akyazı, 2004: 44-45).

➤ **Güvenilirlik (Kredibilite)**

Güvenilirlik para politikası rejimlerinde ilk sırada gelen koşullar arasındadır. Bunun nedeni toplumun Merkez Bankasının uyguladığı para politikası rejimlerine güvenin tam olması gerekliliğidir. Toplumla karşı güvenin sağlanması fiyat istikrarını sağlayabilmek açısından önemli bir unsurdur. Enflasyon hedeflemesinde merkez bankasının ve hükümetin izlediği politikaların topluma karşı verdiği güvenin çok önemli bir rolü vardır. Güvenilirliğin sağlanabilmesi için merkez bankalarının şeffaf ve düzenli olması, enflasyon hedefleri ile ilgili raporları toplumla paylaşması ve güven ortamını oluşturmaları gerekmektedir. Ayrıca hükümet merkez bankası ile aynı doğrultuda kararlar alabilmeli ve konuyla ilgili düzenli bir şekilde toplantılar yapmalıdır (Aksoy, 2019: 30).

2.3.4. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Avantajları ve Dezavantajları

Bu bölümde enflasyon hedeflemesi rejiminin avantajlarına ve dezavantajlarına yer verilmektedir. Enflasyon hedeflemesi stratejisi alternatif stratejilere kıyasla önemli avantajlara sahiptir. Bu avantajlar sırasıyla şöyle sıralanabilir:

- Alternatif stratejilere göre enflasyon hedeflemesi stratejisinde, enflasyon beklentilerinin yönetilmesi daha ön plandadır. Merkez bankalarının temel hedefinin fiyat istikrarı olduğunun kamuoyuna duyurulması, bu sürecin artan bir şeffaflık ve bağımsızlıkla yapılması ve operasyonel esnekliğin sağlanması şeklinde sayılabilir. Sonuç olarak enflasyon hedefleri ve bununla ilgili taahhütler diğer alternatif rejimlere göre daha açık ve anlaşılır olmaktadır. Merkez bankasının enflasyon hedeflerini belli bir dönem boyunca açıkça duyurmuş olması önemlidir. Bu hedeflerin tutturulamaması halinde merkez bankalarının hesap verme mekanizmalarının açık olması daha da önemlidir. Bu durum hem merkez bankalarının güvenilirliğini artırmakta hem de zaman tutarsızlığı tuzağına düşmemelerini sağlamaktadır (Alptekin, 2019: 11).

- Enflasyonda belirlenen sayısal amaç, uygulanan para politikası açısından dönem sonunda ölçülmesi için imkân vermektedir.

- Enflasyon hedeflemesi stratejisi para politikasına karşı şeffaflığı artırmaktadır. Aynı zamanda bu strateji para politikası yapıcılarının sorumluluklarını artıracaktır. Güvenilirlik durumu kamuoyu beklentilerinin hem kesin hem de açık olmasını sağlamaktadır. Ekonomik birimler fiyat istikrarının merkez bankası tarafından korunacağına inanırlarsa, nominal ücret artışlarının çok daha azını kabullenecektir (Pehlivan, 2015: 20).

- Enflasyon hedeflemesi rejimi parasal hedeflemeye benzer bir şekilde, para politikasının ulusal ekonomide ortaya çıkan şoklara karşılık verebilmesine ve bu şoklar karşısında esnek olabilmesine imkân vermektedir. Döviz kuru stratejisinde ise bu durum tersinedir.

- Enflasyon hedeflemesi, para otoritesi tarafından elde edilen verilerin kullanılabilmesine ve sadece bir değişkene göre değil en iyi değişken setine göre belirlenmesine imkân verir.

- Enflasyon hedeflemesi, kamuoyu tarafından kolayca izlenebildiğinden büyük ölçüde şeffaflığa sahip bir stratejidir. Halkın enflasyon hedeflemesini parasal hedeflere göre anlaması daha olasıdır (Usanmaz, 2018: 17).

- Belirlenen enflasyon hedeflemesinde hükümetin merkez bankası ile beraber hareket etmesi uygulanacak olan politikanın başarı için taahhüt altına alındığı anlamına gelmektedir. Hükümetin bu durumda enflasyonu tetiklememesi için maliye politikalarında ve kamu harcamalarının düzeyinde dikkatli olması gerekmektedir. Enflasyon hedeflemesi para politikasının yanında maliye politikalarının da hesap verebilirliği ve disiplinini arttırılabilecektir (Usanmaz, 2018: 17-18; Demirhan 2007: 50-51).

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin bir takım dezavantajları bulunmaktadır. Bunları ise şu şekilde sıralanabilir:

- Merkez bankasının sadece enflasyon oranlarını düşürmeyi amaçlaması kısa dönemde ekonomide önemli dalgalanmaların yaşanmasına neden olabilmektedir.

- Para otoritesi tarafından enflasyonun kontrolünü sağlamak oldukça zordur. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde yüksek düzeyde dalgalanan enflasyonu düşürmek daha önemli sorunlara neden olabilir.

- Enflasyon hedeflemesi rejimi enflasyon hedefi tahminine dayalı bir politikadır. Dolayısıyla Merkez Bankaları uyguladıkları stratejilerle gelecek dönem içerisindeki enflasyona etki edebilmektedir. Merkez Bankası tarafından halka ilan edilen tahminlerinin tutturulamaması para politikasına olan güvenilirliğin azalmasına yol açacaktır (Pehlivan, 2015: 22).

- Enflasyon hedeflemesi stratejisinde mali yapının sağlam olmasının yanında finansal sistemin de istikrarlı olması gerekmektedir. Mali yönden açıkların yüksek seviyelerde olduğu ekonomilerde enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı olma imkânı yoktur. Bunun nedeni kamu açıklarının yüksek olmasından dolayı parasallaşma ya da devalüasyon uygulamalarına gidildiğinde enflasyonun yüksek seyretmesinin kaçınılmazlığıdır. Öte yandan zayıf bir finansal sisteme sahip olan gelişmekte olan ülke ekonomilerinde enflasyon oranlarında istikrarsız dalgalanmalar yaşanabilir (Demirhan, 2007: 52).

- Merkez bankası enflasyon hedeflemesi stratejisinde sapma yaşandığı durumda bunun nedeninin kendi denetimi dışındaki faktörlere bağlı olduğunu söyleyebilir.

- Enflasyon hedeflemesi stratejisinin alternatif para politikası stratejilerine göre takip edilmesi ve uygulanması daha zordur.

- Enflasyon hedeflemesi stratejisi, özellikle büyük dış şoklar yaşandığı zaman cari işlemler dengesinde, büyüme ve faiz oranlarında istikrarsızlığa yol açabilir. Birçok ülkede yaşanabilecek risk durumunu en aza indirmek için hedef bandı genellikle geniş tutulmaktadır (Pehlivan, 2015: 22).

- Enflasyon hedeflemesinin mali baskınlığa⁴ karşı üstün olamayacağı da ileri sürülmektedir. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi için gerekli olan esnek döviz kuru uygulaması ülke ekonomisinde finansal istikrarsızlığa yol açabilecektir. Söz konusu gelişmekte olan ülke ekonomilerinin bu duruma daha açık olduğu kabul edilmektedir (Usanmaz, 2018: 19).

- Merkez bankaları, parasal büyüklüklere ve döviz kurlarına karşı kolay bir şekilde müdahalede bulunulabilirken aynı kolaylık enflasyon denetimi noktasında ortaya çıkmamaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejiminde halka açık bir şekilde duyurulan hedef, merkez bankasının denetimi altın olan bir değişken değildir. Para politikası uygulamalarının enflasyon üzerinde oluşturduğu etkiler sadece uzun bir gecikmeden sonra ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle merkez bankası açıklamış olduğu hedefe ulaşacağını taahhüt etse bile, sadece enflasyon hedeflemesi ile piyasalara ve bireylere para politikası eğilimi hakkında net ve hızlı bir bilgi sunamamaktadır (Pehlivan, 2015: 23).

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin avantajları olduğu kadar dezavantajları da bulunmaktadır. Enflasyon hedeflemesi stratejisinde merkez bankasının enflasyon hedeflerini kamuya net bir şekilde duyurması sorumluluk alması açısından önemlidir. Onu bu politikada taviz vermeden katı bir duruş izlenmesi gerekmektedir. Bu politikadan taviz vermeden katı bir politika şeklinde izlenmesi gerekmektedir. Ayrıca merkez bankası enflasyon hedefini +/- 2 puan hedef bandında tutturamaması halinde güvenilirliğini kaybedecektir. Diğer yandan gelişmekte olan ülkeler açısından mali baskınlık önemli bir konudur. Mali kırılganlıkların azaltılması enflasyon hedeflemesinde daha başarılı sonuçlar ortaya çıkaracaktır. Aksi durumda para politikasının etkisi sınırlı kalacaktır. Finansal piyasaların gelişmiş olduğu ülkelerde para politikasının etkinliği bundan olumlu etkilemektedir.

⁴ Mali baskınlık; kamu borcunun yüksek olduğu ekonomilerde, merkez bankasının belirlediği kısa vadeli faizler ile piyasa faizleri arasındaki ilişkiyi zayıflatarak aktarım mekanizmasının istenildiği gibi çalışmasını engellemesi sonucu para politikasının etkinliğini zayıflatmasını ifade eder (www.mevzuat.com, 2020).

2.3.5. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Çerçevesinde Merkez Bankaları ve Teknoloji

Enflasyon pek çok ülke için dünyadaki en önemli ekonomik istikrarsızlıklar arasında yer almaktadır. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi tüm dünyada uygulanan bir politika olarak ön plana çıkmaktadır. Bu durum maliye politikasının arka plana atılmasına, para politikasının dolayısıyla merkez bankalarının ön plana çıkarılmasına neden olmuştur. Ancak küresel krizle birlikte gelişmiş ülkelerde bu durum değişmiştir.. Enflasyon küresel krizin yaşanmasıyla sorun olmaktan çıkmıştır. Krizle beraber küresel sistemde merkez bankalarının rolü de farklılaşmıştır. Gelişmiş ülkelerde ve gelişen ülkelerde merkez bankaları enflasyon hedeflemesini uygulamaya devam etmiştir. Buna karşılık gelişmiş ülkelerin ekonomileri enflasyondan deflasyona doğru kaymış, ekonomilerin bir kısmında merkez bankaları bu politikayı terk ederek parasal genişleme ve düşük faizle enflasyon yaratma politikası uygulamaya dönmüştür. Merkez bankaları, enflasyonun yüksek olduğu ekonomilerde enflasyon hedeflemesi uygularken deflasyona giden ülke ekonomilerinde enflasyon yaratabilmek için enflasyon hedeflemesi uygulamaktadır (Eğilmez, 2015).

2001 krizinin ardından TCMB, enflasyon hedeflemesini uygulamaya başlamış ve TCMB'nin yasal yetkileri bu hedefi uygulamaya göre düzenlenmiştir. Merkez Bankası, 5 Mayıs 2001'de temel amacı fiyat istikrarı olarak belirlemiş ve para politikası kurulu oluşturulmuş, araç bağımsızlığı sağlanmıştır. Türkiye uzun süredir enflasyonu düşürmek için enflasyon hedeflemesi uygulamaktadır. TCMB'ye yasal yetki verilerek temel amacı "fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek" olarak tanımlanmıştır. Bunun anlamı TCMB'nin amacına ulaşmak için hangi araçları kullanacağına karar verebilecek olmasıdır. TCMB uygulayacağı enflasyon hedeflemesi ile bu amaca ulaşmak için uygulayacağı stratejiyi belirlemiş bulunmaktadır. TCMB'nin para politikası çerçevesinde temel politika araçları (faiz politikası, karşılıklar politikası APİ) ve başka kurumlarla ortaklaşa kullanacağı araçları bu strateji çerçevesinde kullanacağı anlamına gelmektedir (Eğilmez, 2015; Peker, 2011: 492). Türkiye 2006 yılından bugüne açık enflasyon hedeflemesi uygulamaktadır. Ancak 2012 yılından bu yana bu hedefi tutturamamıştır. Bu durum TCMB'ye karşı olan güvenin azalmasına neden olmaktadır.

Şubat 2001 krizinin ardından Nisan 2001’de TCMB kanunu düzenlenmesiyle bağımsızlığın artırılması amaçlanarak, uygulanan politikalardan daha iyi sonuçlar alınması hedeflenmiştir. Bu doğrultuda; 4561 sayılı kanunla 1211 sayılı TCMB kanununun on dört maddesinde değişikliğe gidilmiş, yedi maddesi yürürlükten kaldırılmıştır. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin ardından merkez bankasının bağımsızlığı artırılması ve ekonomik istikrarı sağlamaya yönelik TCMB bağımsızlığını ele alan çalışmalarda yasal bağımsızlık yüksek, fiili bağımsızlığı düşük çıkmıştır. Bu nedenle Nisan 2001 tarihinde TCMB’nin yasal açıdan daha bağımsız hale getirilmesi için düzenlemeler yapılmış, uygulamada da fiili bağımsızlığın artırılması hedeflenmiştir (Barışık, 2004: 10-18). TCMB yasa ve yetkileri açık bir şekilde tanımlanmış ve böylece yasal bağımsızlık açısından önemli bir kazanım elde etmiştir. Bu yasalarla birlikte TCMB’nin bağımsızlığını kuvvetlendirerek enflasyon hedeflemesi stratejisini başarılı bir şekilde yürütmesinin önü açılmıştır.

Dünyada bilgi ve iletişim teknolojilerinde çok önemli gelişmeler yaşanmaktadır. Bu gelişmelere paralel olarak parasal sektörde e-cash ve network money gibi yeni ödeme araçları ortaya çıkmıştır. Elektronik para olarak adlandırılan bu araçların yaygınlaşması, iktisatçılar tarafından parasız bir dünyanın veya nakitsiz bir toplumun mümkün olup olmayacağı tartışmalarını da getirmiştir (Kalça, 2008: 141-154). Teknolojinin gelişmesi finans alanında da çok hızlı bir gelişmeyi beraberinde getirmiştir. Özellikle son dönemlerde sıklıkla kullanılan kripto para, elektronik paranın bir alt dalıdır (Koç, 2020: 197-200).

Yeni ekonominin ayrılmaz bir parçası haline dönüşen yeni ödeme araçlarının yaygınlaşması merkez bankaları ve para politikasının geleceği için oldukça önemlidir. Elektronik paranın yaygınlaşması ile beraber merkez bankalarının rezervlerinde önemli ölçüde azalma olabileceği yönünde argümanlar bulunmaktadır. Bu tartışmalara göre merkez bankalarının rezervlerinin azalması da ekonomik faaliyetleri etkileme gücünün azalmasına yol açacaktır. Dolayısıyla bu da para politikası etkinliğinin azalmasına yol açacaktır (Kalça, 2008: 141-154).

Dijital ödeme ağlarının yaygınlaşması, e-ticaret ve e-ödeme sistemlerinin gelişmesi ve dijital paraların çok az bir maliyetle elektronik ortamlarda 7/24 dolaşımında olması nakit kullanımını oldukça azalmaktadır. Merkez bankaları bu duruma karşılık

önlemler ve stratejiler almanın öncelik kazandığı bir süreç yaşanmaktadır (Koç, 2020: 201).

Elektronik paranın yaygın bir şekilde kullanılması özellikle Merkez Bankası'nın rezervlerine olan talebi etkilemektedir. Dolayısıyla merkez bankası bilançosunu da etkileyebilme potansiyeli bulunmaktadır. Bilgi ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler, küreselleşme ve artan rekabet bu süreçte merkez bankalarının senyoraaj gelirlerindeki azalmadan dolayı başka gelir kaynaklarına bağımlı hale gelmeleri olasılığını da artırabilecektir. Bu durum merkez bankalarının finansal bağımsızlıklarını kaybetmesine ve daha fazla siyasal baskıyla karşı karşıya kalmalarına neden olacaktır (Kalça, 2008: 141-154). Merkezileşmemiş bir mantıkla hareket eden kripto para dünyasının mevduat parası ya da kaydi para yerine kullanılmaya başlanması çok da uzakta olduğu söylenemez (Koç, 2020: 198).

Parasal ekonomide e-money ve e-banking hizmetlerinin genişlemesi ile birlikte merkez bankacılığının geleceği vurgulanmaktadır. Bu tartışmalar sonucunda iki farklı görüş ortaya çıkmıştır. Bu görüşlerin birincisi para ve merkez bankacılığının geleceği konusunda önemli bir değişiklik olmayacağı yönündedir. İkincisi para ve merkez bankacılığının yok olacağını savunmaktadır. Üç yüz yıllık bir geçmişi bulunan merkez bankacılığı ekonomideki birçok değişme kendini yenileyerek ayak uydurabilmiştir. Merkez bankasının hayata geçirdiği stratejiler, politika araçları ve konuya ilişkin yaptıkları çalışmalar düşünüldüğünde para politikasının ve merkez bankacılığının gelecekte yok olacağı görüşleri çok gerçekçi görülmemektedir (Kalça, 2008: 141-154).

Dünyada mevcut birçok merkez bankası ve para ile alakalı yasal kurumların çoğu bitcoin madenciliğine ve bir ödeme aracı olarak kullanılmasına bir yasak getirmemiştir. Ancak bu tür paraların yasal bir güvencesi olmaması, düzenleyici ve denetleyici kurumların yokluğundan dolayı insanlar uyarılmıştır. Türkiye'de ise kripto paralarla alakalı TCMB ve BDDK tarafından 25.11.2013 tarihinde açıklama yapılmıştır. Bu açıklama çerçevesinde Bitcoin'in, mevcut yapısı ve işleyişi itibarıyla kanun kapsamında e-para olarak değerlendirilmeye alınmadığı görülmektedir. Bu nedenden dolayı da kanun çerçevesinde gözetleme ve denetlemenin imkânı olmadığı görülmektedir. BDDK tarafından yapılan açıklamaya göre Bitcoin, piyasa değerinin aşırı oynak olabilmesi, dijital cüzdanların çalınması, kaybolması veya sahiplerinin bilgileri dışında usulsüz bir şekilde kullanılması gibi risklere sahiptir. Bu risklerin

dışında yapılan işlemlerin geri döndürülememesi nedeniyle operasyonel hatalardan veya kötü niyetli satıcıların suistimalin açık olduğu belirtilmiştir (Yalçinkaya ve Çılbant, 2018: 6-8). Teknolojinin ilerlemesi ve internetin gelişmesi sonucu dijital paralar birçok gelişmiş ülkede kabul görmektedir. Ancak Türkiye’de merkez bankasının dijital paranın üzerinde doğrudan bir kontrol edici uygulaması yer almamaktadır. Ayrıca TCMB, kripto para konusunda çalışmalarını sürdürmekte olduğu söylenebilir.

2018 yılında Cumhurbaşkanlığı Hükümet Sistemi'ne geçilmesinden sonra TCMB başkanlarının cumhurbaşkanı tarafından dört yıllık süre için atanması düzenlemesi getirilmiştir. Bu sistemden önce Merkez Bankası başkanı ataması Bakanlar Kurulu tarafından beş yıllık süreler için yapılmaktaydı. 10 Temmuz 2018'de de "Üst kademe kamu yöneticileri ile kamu kurum ve kuruluşlarında atama usullerine dair Cumhurbaşkanlığı Kararnamesi" resmi gazetede yayımlanmıştır (BBC, 2020).

Enflasyon hedeflemesi rejimi merkez bankası bağımsızlığını temel alarak para politikasının güvenilirliğini artırmayı ve enflasyonu istenen seviyeye getirerek fiyat istikrarını sağlamayı amaçlamaktadır. Enflasyon hedeflemesi stratejisini benimsemiş gelişmiş ülkelerin enflasyon oranlarından kayda değer bir düşme sağladığı ve gelişmekte olan ülkelere göre ekonomik performansının daha yüksek düzeyde gerçekleştiği görülmektedir (Küçük, 2019: 38).

Dünyada iktidar gücünü elinde bulunduran kişiler geçmişten günümüze kadar genellikle ekonomi üzerinde üstünlük sağlama çabasında olmuşlardır. Dolayısıyla iktidarların merkez bankalarının bağımsızlığı üzerinde olumsuz etkide bulunması kaçınılmaz bir durum olmuştur. Bu durumda merkez bankalarının politik otoriterlerin baskılarına maruz kalmaması gerekmektedir. Eğer bu iki güç arasında denge başarısız bir durumla sonuçlanırsa ekonomik istikrarsızlık kaçınılmaz olabilir. Diğer yandan merkez bankaları başkanının sık sık değişmesi aslında merkez bankalarının henüz tam bağımsızlığa sahip olmadıklarını gösteren bir durumdur. Bu durum iktidar gücüne sahip kişilerin istediklerini yaptırabildikleri ve bundan dolayı sıklıkla değiştiğini gösteren bir kanıttır. Bu sebeple enflasyon hedeflemesinin en önemli koşullarından bir tanesi olan merkez bankasının bağımsızlığı sağlanamamaktadır. Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesi rejiminde başarı elde edilememektedir (Aksoy, 2019: 26).

2.3.6. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin ve Merkez Bankacılığının Sorgulanması

1990 yılında uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesinin günümüzde de hâla birçok ülke tarafından uygulanıp kabul görmesinin bazı nedenleri bulunmaktadır. Bu nedenlerden biri, enflasyon hedeflemesinden önce uygulanan ve başarısız sonuçlanan döviz kuruna dayalı rejimdir. Ayrıca bu dönemde spekülâtif saldırılar karşısında para krizlerinin yaşanması enflasyon hedeflemesini ön plana çıkartmıştır. Böylece yeni bir parasal strateji ile yola çıkılarak enflasyon hedeflemesiyle şeffaflık, hesap verme ve iletişim politikalarıyla para politikalarına karşı güvenin yeniden sağlanması hedeflenmiştir. Fakat 2008 küresel krizinden sonra bu rejim de sorgulanmaya başlanmıştır. Bu rejimin sorgulanması yeni arayışlara yol açmıştır. Bu konudaki tartışma ise, enflasyon hedeflemesi stratejisinin diğer alternatif para politikası stratejileri arasında en optimal para politikası olup olmadığı noktasıdır. Burada eleştirilerin ortak noktası, fiyat istikrarına çok odaklanıp diğer önemli parametreler üzerinde istenen başarıların sağlanamamasıdır. Bu nedenle fiyat istikrarının yanı sıra diğer ekonomik amaçları da kapsayacak bir para politikası rejiminin gerekliliği ortaya çıkmıştır (Üzar ve Başoğlu, 2017: 136-137). Dolayısıyla küresel krizden sonra merkez bankalarının enflasyon hedeflemesinin yanı sıra büyüme, istihdam gibi diğer önemli makroekonomik hedeflerin de sağlanabilmesinde daha etkin olması gerektiğini savunan bir akademik literatürün oluştuğu söylenebilir (Mangır ve Ertem, 2016: 177).

Günümüzde enflasyon hedeflemesini kalkınmacı hedeflerle önceliklendiren merkez bankaları da mevcuttur. Buna bir örnek olan Arjantin Merkez Bankasının görevi ve amaçları yeniden tanımlanmıştır. Geleneksel merkez bankacılığı dışına çıkılarak yeni yasa ile merkez bankasının amaçları arasına finansal istikrar, parasal istikrar, ekonomik büyüme, sosyal adalet ve istihdam gibi maddeler ilave edilmiştir (Ünay, 2015: 5).

Arjantin Merkez Bankası tarafından yeni yasa ile hükümete parasal tabanı aşmayacak şekilde %12 seviyesinden kredi imkânı ve dış borçların ödenebilmesi için uluslararası rezervlerin bir kısmının kullanımı bırakıldığı gibi bankalara ve finansal kuruluşlara uzun vadeli kredi imkânı sağlanmıştır. Arjantin'in uyguladığı bu politikalarla enflasyon hedeflemesinin büyüme ve istihdam gibi değişkenlerde yaratacağı olumsuz etkiler azaltmaya çalışılmıştır (Üzar ve Başoğlu, 2017: 140).

Latin Amerika ülkeleri dışında Bangladeş Merkez Bankası da bu duruma benzer bir değişikliğe adım atmıştır. Bangladeş'te Merkez Bankası yasası, ulusal üretim ve istihdamın arttırılması, ülkenin üretken kaynaklarının harekete geçirilmesi ve parasal-finansal istikrarın sağlanması gibi geniş hedeflere odaklanmıştır (Ünay, 2015: 5). Bunun için öncelikle finansal katılımı sağlanmak ve birçok kişinin finansal alana entegre olması amaçlanmıştır. Takip edilen bu çoklu amaçların başarılmasında Bangladeş Merkez Bankası farklı araçlardan da yararlanmıştır. Standart para politikası araçlarından biri olan kısa vadeli faiz oranlarının dışında hükümet telkinleri, düzenlemeler ve sübvansiyonlar uygulamıştır (Üzar ve Başoğlu, 2017: 140). Bu örneklerde vurgulanmaya çalışılan özellikle gelişmekte olan ülkelerde sosyal ve ekonomik ihtiyaçlar doğrultusunda şekillenmesi yeni ve daha geniş kapsamlı bir merkez bankacılığı oluşmaktadır (Ünay, 2015: 5-6). Türkiye'de mevcut hükümetin faizi düşük tutma kararı buna karşın merkez bankasının tam tersi fikirde olması durumu yaşanmaktadır. Tam da bu nedenlerle kalkınmacı bir merkez bankasının varlığı mümkün olabilir mi ya da bir alternatif olabilir mi noktası değerlendirilmeye alınabilir.

2.4. Para Politikası ve Enflasyon İlişkisi

Enflasyon 19. yüzyılın ortasında başlayan ve günümüzde etkisini sürdürmeye devam eden önemli bir sorundur (Çatalbaş, 2007: 198). İktisadi yaklaşımlara göre enflasyonu kontrol altına almak için para politikası önemli rol üstlenmektedir. Aynı zamanda uygulanan para politikası ve stratejileri, enflasyon hareketlerine ve ülke koşullarına bağlı olarak değişiklik gösterebilmektedir. Bu doğrultuda, enflasyonu kontrol altında tutmak amacıyla merkez bankalarının bağımsızlığı, para kurulu, enflasyon hedeflemesi gibi politik yaklaşımlar bulunmaktadır (Oktar ve Dalyancı, 2011: 3-4).

Para arzı ile enflasyon arasındaki ilişkiye yönelik Klasik, Keynesyen, Parasalcı ve Yapısalcı yaklaşımlar öne çıkmakta ve kabul görmektedir. Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yaşanan enflasyonlar monetarist (Parasalcı) önlemlerle çözülemediği için yapısalcı yaklaşım monetarist yaklaşıma tepki olarak doğmuştur. Bu yaklaşımlar arasında yer alan parasal ve mali otoriterler, işsizlik veya tüketim ve yatırımdaki sorunlarla karşılaşmamak için enflasyonist baskıyı kabul etmektedir. Sonuç olarak para arzını arttırmaktadır. Mali piyasaları az gelişmiş ve zayıf bir şekilde işleyen bağımsız

merkez bankası, para arzını arttırılabilir. Bundan dolayı yapısalci yaklaşıma göre para arzı genişlemesi yapısal enflasyondan kaynaklı bir sonuçtur (Pinga ve Nelson, 2001; akt. Çatalbaş, 2007: 198-199).

Enflasyonun düşük seviyede tutulabilmesi toplumda istenen ve olması gereken bir durumdur. Enflasyonun düşük düzeyde seyretmesinin başlıca yararı ekonomik riski azaltabilmesidir. Düşük enflasyon, emek ve sermaye arasındaki ilişkilerin daha iyi planlamasına ve daha sağlıklı sözleşmelerin gerçekleşmesine katkı vermektedir. Enflasyon hedeflemesinin başarılı bir şekilde yürütülebilmesi için merkez bankasının tam bağımsız olması ve para politikasında temel hedefinin fiyat istikrarı olması gerekmektedir. Enflasyon hedeflemesi uygulanacak ülkede para otoritesinin şeffaf, hesap verebilir, güvenilir ve esnek olması gibi özelliklere sahip olması gerekmektedir. Aynı zamanda merkez bankasının parasal hedefini belirlemede özgür olması asıl hedeflerine ulaşmasına da imkân sağlamaktadır (Yenipazarlı, 2014: 9). Ekonomik birimlerin gelecekle ilgili kolay karar alabilmeleri için merkez bankalarının net olması ve bu amaca nasıl ulaşılacağı konusunda şeffaf olması belirsizliği azaltmaktadır. Enflasyonist beklentiler, enflasyon düzeyini belirlemede önemli faktörlerden biri olarak yer almaktadır. Para politikasının şeffaf olması halinde enflasyonist beklentiler azalabilmekte ve merkez bankasının hedeflediği enflasyonla uyumlu bir düzeye getirilmesi sağlanabilmektedir (Kansu, 2007: 59).

2.5. Para politikası ve Enflasyon Üzerine Literatür İncelemesi

Çalışmanın bundan sonraki kısmında Türkiye’de uygulanan enflasyon hedeflemesi kapsamında para politikası ile ülkenin kronik problemi olan enflasyon ile ilgili çalışmalara yer verilmiştir.

Güney (2006) enflasyonu kontrol altına alabilmek için Türkiye’de 2000 yılından itibaren uygulanan istikrar politikaları içerisinde en uygun politikanın tartışılmasını amaçlamıştır. Bu çalışmada hedefleme stratejilerinden ve Türkiye’nin deneyiminden yola çıkılmıştır. Gelişmekte olan ülkeler arasında yer alan Türkiye’nin döviz kurunu nominal çapa olarak kullanıldığı bir ekonomik istikrar programıyla birlikte olması gerektiği savunulmuştur. Gelişmekte olan ülkeler gibi Türkiye’de de enflasyonu kontrol altına alabilmek için para, maliye ve yapısal düzenleme politikalarının ve enflasyon

hedeflemesinin ya da para arzı artış hızını nominal çapa olarak geniş bir ekonomik istikrar programıyla kullanılması gerektiği savunulmuştur.

Çatalbaş (2007) Türkiye'deki para arzı ve enflasyon arasındaki ilişkiyi, yapısalci yaklaşıma dayandırarak parametrik olmayan regresyon tekniği yöntemiyle 1999:1-2006:3 dönemi için analiz etmiştir. Bu dönem için para arzı ve enflasyona ait üçer aylık verilerin analiz edilmesi sonucu genellikle TÜFE'ye ait katsayı tahminleri pozitif bulunmuştur. Fakat 1999:4, 2000:1, 2001:2 ve 2001:3 dönemlerinde TÜFE değerleri için ulaşılan katsayı tahminleri negatif olmuştur. 1994 yılında yaşanan ekonomik kriz, 1999 depremi tüm ülke ekonomisini olumsuz etkilemiştir. 1999 yılının son bölümünde para arzında daralmaya yol açmıştır. Türkiye'de 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan krizlerin etkisi sonucu; net iç varlık uygulamasına sürdürülememesi, yüksek reel faizin yanı sıra ilave risk primi verilmesinin gündeme gelmiştir. Tüm bu gelişmelerin yalanmasının yanı sıra döviz cephesinde yaşanan olumsuzluklardan dolayı bu dönem enflasyon artış eğilimini devam ettirmiştir. Bu dönem içinde fiyatlar genel seviyesindeki artış olması para arzında daralma yaşanmasına yol açmıştır.

Oktayer (2010) 1987-2009 dönemi içerisinde Türkiye'de bütçe açıkları, para arzı artışı ve enflasyon arasındaki ilişkiyi, eşbütünleşme teknikleri ile araştırmıştır. Türkiye enflasyonu kontrol altına alabilmek için 2001 yılına kadar para politikası ağırlıklı tedbirleri ön planda tutmuştur. 2001 yılından itibaren istikrar programı içerisinde yer alan mali disiplin kararlı bir şekilde yürütülmüştür. Türkiye'de 1987-2009 dönemi çalışmasında bütçe açığı, parasal genişleme ve enflasyon ilişkisi üzerine yapılan ampirik çalışmada, uzun dönemde ekonominin, fiyat düzeyinin mali teorisini destekler nitelikte olabileceği ifade edilmektedir. Bu durum ise uzun dönemde bütçe açıklarının enflasyon üzerinde direkt etkili olabileceğini göstermektedir.

Oktar ve Dalyancı (2011) Türkiye ekonomisinin 2003:1-2011:6 döneminde TCMB faiz oranı ile enflasyonun birbiriyle etkileşimini ekonometrik yöntemle ortaya koymayı amaçlamıştır. Bu çalışmadaki ekonometrik sonuçlara göre Granger nedensellik bağlamında kısa dönemde, TCMB politika faizi enflasyonu etkilerken diğer yandan enflasyon politika faizini etkilememektedir. Bunun nedeni, Türkiye ekonomisinde enflasyonu etkilen unsurlardan önemli bir kısmının uzun vadede çözüme ulaştırılabilecek yapısal sorunlardan oluşmasıdır. Fakat uzun dönem sonuçlarında ise TCMB politika faizi ve enflasyon arasında karşılıklı bir ilişki bulunmaktadır.

Özmen ve Koçak (2012) Türkiye için 1994:1-2011:4 döneminde enflasyon, para arzı ve bütçe açığı arasındaki uzun vadeli ilişkiyi incelemiştir. Para arzı ile enflasyon arasında anlamlı ilişkiye ulaşılmış, ancak bütçe açığı ile enflasyon arasında anlamlı ilişki bulunmamıştır. Türkiye’de 1994:1 ve 2011:4 döneminde bütçe açığı, para arzı ve enflasyon arasındaki ilişkiyi inceleyen ARDL modelinde elde edilen sonuca göre genel olarak kısa ve uzun vadede para arzının enflasyon üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Kısa ve uzun vadede ise bütçe açığının enflasyon üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuçlar parasal görüşü desteklemektedir.

Serel ve Bayır (2013) 2008 küresel krizinde uygulanan para politikasını incelemeyi amaçlamıştır. Fiyat istikrarı açısından bakıldığında 2001 sonrasında yaşanan enflasyonun istikrarlı bir şekilde düşmesi, küresel çaptaki fiyat artışları nedeniyle kaynaklı sona ermiştir. Bundan dolayı 2008-2012 yılları arasında enflasyon sorunu olduğu gözlenmektedir. TCMB’nin ekonomik daralmanın yaşandığı dönemde uyguladığı genişletici para politikası başarılı sonuçlar ortaya çıkarmıştır. 2009-2011 dönemi içerisinde artan cari açık ve bunu finansa etmek için kısa vadeli yabancı sermayenin azaltılmaya yönelik uygulanan politikalarda başarılı sonuçlar alındığı görülmektedir.

Şahin ve Karanfil (2015) yaptıkları çalışmada para arzının enflasyon üzerindeki etkisini incelemiştir. Enflasyonun ilişkili olduğu diğer değişkenler ile uygulanan politikaların etkinliği birlikte değerlendirilmiştir. Bunun için Türkiye’de 1980-2013 dönemi için para arzı, reel döviz kuru ve bütçe açığının enflasyon oranı üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Çalışmada para arzı, reel döviz kuru ve bütçe açığı gibi bazı makro ekonomik değişkenlerin enflasyon üzerindeki etkisi zaman serisi ile analiz edilmiş ve bu sonuçlara göre para arzı, enflasyon, bütçe açıkları ve reel döviz kuru değişkenleri arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ancak, para arzı ile enflasyon arasında doğrudan bir nedensellik bulunamamış, reel döviz kurunun ise para arzının nedeni olduğu sonucuna varılmıştır.

Yücememiş vd (2015) yaptıkları çalışmada çeşitli makroekonomik ve finansal değişkenler üzerinde görülen belirsizliklerin giderilmesi ve bu değişkenlerin sermaye hareketlerindeki etkisinin en aza indirgenmesini amaçlayan faiz koridoru uygulamasını incelemiştir. Türkiye’de 2010 yılından itibaren etkin bir şekilde kullanılmaya başlanan

faiz koridoru sistemi ile enflasyon arasındaki ilişki, 2003: 1-2014: 12 dönemi aylık verileri kullanılarak araştırılmıştır. TCMB Para Politikası Kurulu'nun ödünç alma ve verme faiz oranları ile ilgili kararlarda enflasyonu kontrol etmede etkili olduğu ve enflasyonu belirlemede bir para politikası aracı olduğu sonucu elde edilmiştir.

Taban ve Şengür (2016) Türkiye'de enflasyonun kaynağını ekonometrik test modelleri ile belirlemeye çalışmıştır. Bunun için 2003:2-2014:12 dönemi aylık nominal faiz, TÜFE ve ÜFE enflasyon oranları kullanılarak değişkenler arasındaki ilişkiler etki-tepki ve varyans ayrıştırması modelleriyle incelenmiştir. Yapılan bu testin sonuçlarında, faiz oranlarından TÜFE enflasyon oranlarına doğru bir ilişkiye rastlanılmamıştır. Ancak ÜFE'den TÜFE oranlarına doğru çok güçlü olmasa da istatistikî yönden anlamlı bir ilişkiye rastlanmıştır.. Bu çalışmaya göre Türkiye'de incelenen dönemde enflasyonun kaynağının talep ağırlıklı olmadığı daha çok maliyet ağırlıklı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

İslatince (2016) çalışmasında monetarist yaklaşımı temel alarak para, fiyatlar ve ücretler arasındaki nedensellik ilişkisi Türkiye'den toplanan veriler (1988-2016) aracılığı ile analiz etmiştir. Bu çalışmada elde edilen sonuçlara göre para ve fiyatlar arasındaki nedensellik ilişkisinin paradan fiyatlara doğru olduğu ve bu değişkenler arasında bir geri etkileşim ilişkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca monetarist yaklaşımı doğrulamayan ilişkinin çift yönlü olduğunu öne süren yapısalcı yaklaşımı doğrular nitelikte sonuçlar elde edilmiştir. Diğer yandan ücretler ve fiyatlar arasındaki nedensellik ilişkisinin fiyatlardan ücretlere doğru çalıştığı görülmüştür. Bu çalışma Türkiye'deki enflasyonist süreçte talep unsurlarının etkin olduğunu ortaya koymakta, arz yönlü unsurların, özellikle maliyet yönlü faktörlerin baskın olmadığını göstermektedir.

Karanfil ve Eroğlu (2019) çalışmasında 2008 küresel krizinden sonra TCMB tarafından uygulanan para politikası ile enflasyon arasındaki ilişki analiz edilmiştir. 2010-2018 dönemi verilerini baz alan çalışmada bağımlı değişken olarak TÜFE, bağımsız değişkenler olarak beklenen enflasyon, para politikası duruşu, kapasite kullanım oranı, kredi genişlemesi, reel döviz kuru ve bütçe açığı değişkenleri alınmıştır. Değişkenler içerisinde bulunan ilişkiyi uzun dönem ve kısa dönemli araştırmak için ARDL modeli ile incelenmiştir. Yapılan analiz sonucuna göre bağımlı değişken enflasyon ile beklenen enflasyon, para politikası duruşu, kapasite kullanım oranı ve

bütçe açığı değişkenleri arasında pozitif; kredi genişlemesi ve reel döviz kuru değişkenleri arasında ise negatif bir ilişki olduğu sonucu elde edilmiştir.

Kılavuz ve Altınöz (2020) para arzı, faiz oranı ve döviz kuru ile enflasyon oranı arasında ilişki bulunabileceği hipotezini, 2006:4-2018:4 döneminin üç aylık Türkiye verileri ile incelemiştir. ARDL modeli bu çalışmanın analiz sonuçlarına göre, faiz oranı ile enflasyon arasında uzun dönemde anlamlı ve pozitif yönde bir ilişkiye ulaşılmış ancak bu ilişki çok zayıf bulunmuştur. Bu sonuç, M1 ve M3 para arzının baz alınan dönem içerisinde enflasyon üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmadığını göstermektedir. Öte yandan döviz kuru ile enflasyon arasında anlamlı bir ilişki bulunmamışken, yapılan analize göre para arzı büyüklüğü ile enflasyon oranı arasında uzun dönemde anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Burada verilecek literatür çalışmasının odak noktası daha çok enflasyon hedeflemesidir. Öte yandan Türkiye'deki para politikalarında son dönemde daha da ayrı ve önemli bir etkisi olduğu için literatürde kısaca enflasyon hedeflemesiyle olan ilişkisine de değinilmektedir.

Tuna (2007) çalışmasında, enflasyon hedeflemesinin uygulanması için gerekli ön koşullar ve sekiz ülkenin deneyimlerini toplayarak, bu veriler çerçevesinde Türkiye'deki uygulanabilirliği incelemiştir. Enflasyon hedeflemesini uygulamakta olan bu ülkeler arasında Brezilya, Kanada, Şili, İsrail, Meksika, Yeni Zelanda, İsveç ve İngiltere gibi ülkeler yer almaktadır. Bu çalışma kapsamında enflasyon hedeflemesinin uygulamasına örnek olarak gelişmiş ülkeler bazında Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere ve İsveç'in sonuçlarına göre hedeflerine ulaştıkları görülmektedir. Gelişmekte olan ülke gruplarında ise Şili, İsrail, Meksika ve Brezilya'da uygulamaların sonuçları birbirinden farklı gerçekleşmiştir. Şili enflasyon hedeflemesine 1991 yılında başlamış ve mali yapısı sayesinde başarıya ulaşırken İsrail belli ölçüde başarı sağlamıştır. Brezilya ve Meksika'da 1999 yılında uygulanmaya başlandığı için dolayı sonuçlara ilişkin değerlendirme yapmanın erken olduğu açıklanmıştır. Bu çalışmalar, enflasyon hedeflemesinde genel olarak gelişmiş ülkelerin gelişmekte olan ülkelere göre daha başarılı olduklarını göstermiştir. Gelişmekte olan ülkelerde başarıya ulaşamamasında etkili olan nedenler arasında bu ülkelerin kırılğan bir finansal yapıya sahip olmaları,

hedeflemeye yüksek bir enflasyon düzeyi ile başlamış olmaları kamu borçlanması ve zayıf bankacılık sistemi gösterilmektedir.

Akyazı ve Ekinçi (2009) enflasyon hedeflemesi döneminde ilk defa ciddi bir ekonomik yavaşlama ile karşı karşıya kalan TCMB'nin uygulamakta olduğu enflasyon hedeflemesi stratejisini, enflasyon -büyüme arasındaki ilişki bağlamı içinde incelemiştir. Bu çerçevede yapılan açıklama ve değerlendirmeler “yeni neoklasik sentez”in teorik bakış açısı ile açıklanmıştır. Türkiye’de 1991: 1-2007: 12 döneminde enflasyon ve büyüme arasında bulunan negatif ilişkiyi destekleyen Granger nedensellik ışığında çalışma yapılmıştır. TCMB'nin yeni enflasyon hedefleri ile ilgili olarak, güvenilirlik ve beklentilerde bozulma yaşanmasına bağlı iki eleştirisi vardır. Bu iki nokta enflasyon hedeflerinin değiştirilme süreci ve enflasyon hedeflerinin açıklık sorunu ile ilgilidir. Ayrıca, çalışma yeni neoklasik sentezin bakış açısıyla uyumlu olarak, TCMB'nin enflasyonu hedeflenen seviyeye düşürmek amacıyla monopol gücünü azaltıcı ve rekabeti artırıcı politikalar üzerinde daha çok durması gerektiği sonucuna ulaşmıştır.

Cinel (2018) enflasyon hedeflemesi stratejisinin 2002-2017 döneminde Türkiye’de başarıya ulaşip ulaşmadığını incelemiştir. Türkiye’de 2002 yılında uygulamaya geçirilen enflasyon hedeflemesi stratejisi 2002-2005 döneminde başarılı olmuştur. Bu dönemde enflasyonu hedeflenen değer altında gerçekleştirmiş fakat devam eden dönemlerde gerçekleşen enflasyon, istenilen yani öngörülen enflasyon rakamları üstünde gerçekleşmiştir. 2006-2017 döneminde sadece iki yıl enflasyon hedefiyle gerçekleşen enflasyonu tutturmuş veya beklenen enflasyonun bir puan altında gerçekleşmiştir. Türkiye’de bu çerçevede TCMB'nin enflasyon hedefini tutturması hususunda genel olarak hedeflenen enflasyona ulaşamadığı yani başarılı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Durmuş (2018) çalışmasında enflasyon hedeflemesine geçildiği dönemden itibaren, örtük enflasyon hedefleme stratejisi (2002-2005) ve açık enflasyon hedefleme stratejisi (2006-2017) dönemlerinin fiyat istikrarını sağlamada başarıya ulaşip ulaşmadığını, bu dönemler içerisinde gerçekleşen enflasyon ile hedeflenen enflasyon oranlarını karşılaştırarak incelemiştir. Çalışmanın sonucuna göre Türkiye’de örtük enflasyon hedefleme döneminde (2002-2005), enflasyon hedefleme stratejisinin başarılı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu başarıya ulaşmada 2001 yılında Merkez Bankasının

yasayla tek yetki merci olması, Güçlü Ekonomiye Geçiş programının uygulanması, ülkeye yabancı sermaye girişinin artması ve mali otoriteyle uyumlu bir politika benimsenmesinde etkili olduğunu ortaya koymaktadır. Türkiye'nin açık enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçtiği dönemde ise, yapısal reformların devam ettirilmemesi, küresel kriz sonrası ülkeye yabancı sermaye girişinde azalma olması ve sermaye çıkışının artış olması, bu dönemde TCMB'nin üzerinde mali baskının artması ve Türkiye'nin ekonomik ilişki içerisinde bulunduğu ülkelerle siyasi sorunlar yaşaması gibi nedenlerden dolayı başarıya ulaşamadığı görünmektedir.

Khasiyev (2019) çalışmasında, Türkiye'de 2010 yılından itibaren uygulanan esnek enflasyon hedeflemesi politikasının etkinliği araştırılmıştır. Bunun için ayrıca tezin ampirik bölümünde 2002:1-2019:3 döneminde enflasyon oranını etkilediği düşünülen faiz oranı, reel efektif döviz kuru, para arzı, yurtiçi kredi hacmi değişkenleri arasındaki ilişki VAR modeli kullanılarak analiz edilmiştir. Bu çalışmanın sonucuna göre esnek enflasyon hedeflemesinin Türkiye için doğru bir politika olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Karakaya (2020) çalışmasında enflasyon hedeflemesi stratejisinin OECD üyesi seçili ülkelerde başarıya ulaşıp ulaşmadığını incelemiştir. Yapılan bu çalışmada Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere gibi ülkeler özelinde enflasyon hedeflemesi uygulanması sonrasında ekonomilerinde yaşanan gelişmeler araştırılmıştır. Gelişmiş olan bu ülkelerin hepsi genel olarak değerlendirildiğinde gelişmekte olan ülkelere göre enflasyon hedeflemesinde daha başarılı sonuçlara ulaştıkları görülmüştür. Türkiye özelinde değerlendirildiğinde enflasyon oranlarında öngörülen hedeflere ulaşamadığı görünmektedir.

1990'lı yıllarda uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesi birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke tarafından benimsenen bir strateji olmuştur. Merkez Bankaları fiyat istikrarını sağlama noktasında yeterli başarıya ulaşmada sorun yaşamıştır. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde etkin rol oynaması sonucu birçok ülke merkez bankası tarafından uygulanmaya başlamıştır. Bu noktada merkez bankasının bağımsızlığı ve ekonomi politikalarında güvenilirliği sağlama hususunda etkili olduğu söylenebilir. Gelişmiş ülkelerin ekonomik büyümelerinde enflasyon hedeflemesi stratejisinin etkili olduğu görülmektedir.

Gelişmiş ülkelerde finansal sistemin sağlam olması ve döviz kurundaki gelişmeleri göz önüne alarak uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı olması sonucunda hem istikrarlı bir enflasyon düzeyine hem de dengeli iktisadi büyüme oranlarına ulaşılmıştır. Ancak gelişmekte olan ülke ekonomilerinde bu başarının daha düşük kaldığı görülmektedir.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. TÜRKİYE'DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARINA GENEL BAKIŞ

Bu bölümde Türkiye'de Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin ardından ekonomide gerçekleştirilen yapısal dönüşüm süreci ve sonrası para politikalarının gelişimi incelenmiştir. 2002 yılından itibaren uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi ülke ekonomisine yön veren yıllar itibariyle dönemselleştirilmiştir. Kasım 2000 ve Şubat 2001 kriziyle başlayan çalışma, 2002-2005 örtük enflasyon hedeflemesi dönemi ve 2006 yılı açık enflasyon hedeflemesine değinmektedir. Ardından dünyada ve Türkiye'de yaşanan krizle birlikte merkez bankaları tarafından uygulanmaya başlanan geleneksel olmayan para politikası araçları incelenmiştir. Son kısımda TCMB'nin tercih ettiği para politikaları, stratejileri ve bu amaç doğrultusunda uygulanan para politikası araçlarının gelişimi ve değişimi incelenerek 2008 küresel krizi ve sonrasında geliştirilen ve uygulanan geleneksel olmayan para politikalarına yer verilmiştir.

3.1. 2000 Kasım – 2001 Şubat Krizleri ve Enflasyon Hedeflemesine Geçiş

1980'li yıllardan itibaren Türkiye ekonomisinde görülen hem yurt içi hem de yurt dışı kaynaklı istikrarsızlıklar 2000'li yıllara geçilmesiyle birlikte çok daha fazla arttığı görülmüştür. 24 Ocak 1980 tarihinde alınan liberalleşme kararı ile ithal ikameci politikanın terk edilip dışa açık ekonomi politikalarına geçilmesi yeni bir dönem başlatmıştır. Serbest piyasa ekonomisine geçme kararı alınması ile birlikte ekonomide yapılandırılma sürecine girilmiştir. Liberalleşme politikalarının uzantısı olarak Türk parası 1990 yılında resmi olarak konvertibl para kabul edilmiştir. Neticesinde finansal serbestleşme politikasına geçilmiştir. Bu gelişmelerle birlikte ülke ekonomisinde kredi miktarının artması, faiz oranlarının azalarak uluslararası faiz oranları seviyesine yaklaşması, yatırımların yükselmesi amaçlanmıştır. Ancak zamansız bir şekilde finansal serbestleşmeye geçilmesi, alt yapısı henüz oluşmamış, sığ finansal piyasaların olması ve bu piyasaların yetersiz işlem hacmine sahip olması bir dezavantaj yaratmıştır.

Dolayısıyla sermaye piyasalarının dışarıdan gelecek şoklara karşı kırılabilirliği finansal serbestleşme politikalarının amacından sapmalarına yol açmıştır (Şimşek, 2007: 53-54).

1990'lı yıllardan itibaren Türk ekonomisinde belirli aralıklarla ekonomik krizler meydana gelmiştir. Krizin temel nedenlerinden biri kamuda sürdürülemez bir borç sisteminin oluşmasıdır. Bu dönemde kamu kesiminde toplanan vergilerin yüksek olmasına rağmen vergi tabanının dar olmasından dolayı vergi gelirleri yetersiz kalmıştır. Krizin bir diğer temel nedeni mali sistemdeki sorunlardır. 1999-2000 dönemi yüksek reel faizlerden de kaynaklı kamunun ihtiyaç duyduğu borcun artışı, özel bankaların ekonomiye kaynak sağlamak yerine kamu açıklarını finanse etmesine neden olmuştur. Bu yaşanan ekonomik ve mali durumlardaki olumsuz gelişmeler, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerine yol açmıştır (Özyurt, 2012: 275-278).

Türkiye'de 1999'da ekonomik büyüme % -6,1 gerçekleşerek küçülme yaşanmış, enflasyon (TEFE) %70'e ulaşmış, bütçe açıkları artarak sürdürülemez duruma gelmiştir. Ayrıca hazine faizlerinin yıllık ortalama bileşik oranı %106'ya kadar çıkmıştır. Türkiye'nin yaklaşık otuz yıldır çift haneli enflasyonla yaşaması bu yapıyı hızla sürdürülemez bir noktaya yönlendirmiş, daha sonraki aşama olarak hiperenflasyonu göstermeye başlamıştır (Sarpkaya, 2009: 79-80).

1999 sonu ile Türkiye, IMF'ye bir niyet mektubu sunmuştur. Bu niyet mektubunda enflasyonu düşürme hedefi ön plana çıkarılmıştır. Bu hedef doğrultusunda yapısal dönüşüm detaylı olarak planlanarak ülke ekonomisinin birikim ve büyüme stratejisi ortaya konulmuştur. Döviz kuru nominal çıpa olarak belirlenmiştir. TCMB para politikası çerçevesinde likidite yaratma işlevini ülkeye girecek olan dövize bağlamıştır (Çelik, 2008: 86-88). 2000-2002 yılları arasında uygulanacak olan enflasyon düşürme programında hedeflenen temel amaçlar şu şekilde sıralanabilir (Orhan, 2007: 222):

- Maliye, gelir, para ve kur politikalarının koordineli bir şekilde uygulanması ve tutarlı bir şekilde reformlarla desteklenmesi sonucu enflasyonu 2000 yılında %25, 2001 yılında %12 ve 2002 yılında %7'ye düşürmek,
- Reel faiz oranlarını uygun düzeylere çekebilmek,
- 2000 yılı sonunda GSMH'nin %5,5 büyümesi,
- Kaynakların etkin ve adil olarak dağılımını sağlamaktır.

• Kasım 2000 Krizi

Merkez Bankasının piyasaya likidite vermeyi kesmesi ve TMSF'nin piyasada en fazla hazine kağıdı bulunduran ve likiditeye ihtiyaç duyan en büyük bankasını bünyesine katması sonucu piyasada likidite talebi düşmüştür. Ayrıca bu noktaya gelirken piyasada gecelik faizler Kasım ayında ortalama yüzde 72.4 olurken Aralık ayında ise ortalama % 223.8'e kadar çıkmıştır. Tablo 2 ile repo piyasası gecelik faizleri günlük şekilde ele alındığında ortaya çıkan değişim daha net görülebilecektir (Sarpkaya, 2009: 83).

Tablo 2. Kasım 2000 Krizi Sonrası Gecelik Repo Faiz Oranları

Günler	Repo Piyasası Gecelik Faizi (%)
1 Kasım	44,4
10 Kasım	29,7
15 Kasım	91,8
22 Kasım	153,4
28 Kasım	199,5
1 Aralık	727,0
4 Aralık	1275,2
15 Aralık	63,0

Kaynak: Sarpkaya, 2009: 83

Kasım krizi döneminde ek niyet mektubu yayınlanarak mevcut politikaların kararlı bir şekilde sürdürüleceği ve yabancı bankaların Türkiye'de bulunan ticari bankalara açtıkları kredilerin de hükümet güvencesi altına alınmıştır. Ayrıyeten özelleştirme için yapısal reformlar çerçevesinde detaylı bir takvim hazırlanmıştır. Enflasyon hızını azaltabilmek amacıyla Kasım 2000'den Şubat 2001'e kadar olan dönemde daraltıcı maliye/bütçe politikaları ve gelirler politikası sürdürülmüştür. 2001 yılı için öngörülen GSMH artışı %4,5, TÜFE %12, TEFE %10 ve cari İşlemlerin GSMH'ye oranı %3,1 olarak belirlenmiştir (Ardıç, 2004: 180-181). Kasım 2000 krizi ek rezerv ile piyasayı az da olsa rahatlatmasına karşın ekonomideki sorunlar kendini göstermeye devam etmiştir. Ülkenin iç ve dış borç stoğu toplam 150 milyar doların

üstüne çıkmıştır Konsolide (vadesi uzatılan) bütçe içerisindeki faiz ödemelerinin vergi gelirlerine oranı %80’ni geçmiştir (Fırat, 2006: 212).

Güçlü ve kararlı uygulayıcıların varlığındaki yoksulluk, istikrar programının başarısını olumsuz etkilemiştir. Yapılan çalışmanın bürokratlar tarafından hazırlanmasından dolayı hükümetin bu istikrar programının ne düzeyde sahiplendiği tam olarak anlaşılabilir değildir. Ayrıca koalisyon hükümetin içinde gerilimlerin yaşanması ve ana muhalefetin kapatılması için dava açılmış olması kamuoyunda hükümetin uzun süreli olmayacağı konusunda ve dolayısıyla programın sürdürülebilirliği şüphe uyandırmıştır (Ardıç, 2004: 182).

Türkiye’de 2000 yılından itibaren istikrar programı uygulamaya geçirilmiştir. Ancak, bu program hem siyasi hem de ekonomik kriz nedeniyle yeterince uygulama alanı bulamamıştır. Bu dönemde Kasım 2000 likidite krizinde sadece yabancıların döviz talebi artarken, Şubat 2001 krizinde ülke içinde döviz talebinde artış yaşanmıştır. Ülke ekonomisinin kırılgan yapısı ve yaşanan siyasi gerginlik beraberinde Şubat 2001 krizine yol açmıştır.

• Şubat 2001 Krizi

Ekonomide yaşanan kırılganlıkların artması ile 19 Şubat 2001 tarihinde Milli Güvenlik Kurulu toplantısında siyasi bir kriz yaşanmıştır. Dolayısıyla yeni bir ekonomik açmıştır. Bu durum yürütülmekte olan 2000 yılı istikrar programının kredibilitésinin bitmesine yol açmış ve dövizde talep patlaması yaşanmıştır. 21 Şubat 2001 tarihinde bankalar arası para piyasasında gecelik faiz oranı ortalama %4018,6 düzeyine en yüksek ise %6200 ‘e kadar yükselmiştir. TCMB döviz rezervleri 5,36 milyar dolar değer kaybı sonucu 23 Şubat 2001’de 22,58 milyar dolara kadar düşmüştür (Ardıç, 2004: 182).

Kasım 2000 krizi uygulanmakta olan istikrar programının para politikalarına karşı güven kaybının yaşanmasına yol açmıştır. IMF ile yapılan görüşmeler neticesinde sağlanan bir miktar parasal destekleme piyasaların bir nebze de olsa durulmasını sağlamıştır. Ancak, faizler krizden önceki seviyeye düşürülemedi, krizden sonra iç piyasa toparlanamamıştır. Ülkede yüksek faizlerin olması ve devalüasyon riskinin bulunması nedeniyle kamu bankalarının aşırı şekilde gecelik borçlanma ihtiyacı ve TMSF nezdinde bulunan kamu bankalarının portföylerinde yoğun biçimde kamu kağıtları

bulunması finansal yapılarının iyice bozulmasına yol açmıştır. Ziraat Bankası da bu dönem sürekli bir şekilde likidite sıkışıklığına düşmüştür (Cihangir, 2005: 109).

2000-2002 yılları arasında kura dayalı enflasyon düşürme programı, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri ile terk edilmiştir. Bu programın üç temel amacı reel faiz oranlarının kabul edilebilir düzeye indirilmesi, ülke ekonomisinin potansiyel büyüme hızında artış sağlanması ve kaynak kullanımının daha verimli hale getirilmiştir (özelleştirme, yapısal reformlar ve faiz dışı fazla gibi araçların kullanımı). Bankacılık kesiminde ve mali sektörde artan yapısal problemler programın sürdürülmesine ilişkin beklentilerin bozulmasına yol açmıştır. 2000 yılında birçok bankanın (Demirbank, Etibank ve Bank Kapital) TMSF'ye devredilmesi beklentilerdeki bozulmayı güçlendirmiştir. Kasım 2000 krizi IMF'den gelen krediyle atlatılmış olsa da Şubat 2001'de çıkan siyasi kriz faizlerde ciddi bir sıçramaya neden olmuş ve basit faizlerin %4.018 düzeyine ulaştığı görülmüştür (Gökmenoğlu, 2012: 108-110).

Kasım 2000 krizinde yabancılardan piyasayı terk etmelerinden kaynaklanan döviz talebi, 19 Şubat 2001 günü 7,6 milyar dolarlık döviz talebiyle yerli bankalar tarafından üst düzeye çıkmıştır. Merkez bankası likiditeyi serbest bırakır dövize geçiş olacağı, likidite vermese artan faizlerden dolayı bankaların borçlarının katlanacağı ikileminde kalması sonucu yaşanan kriz faiz ve döviz riskini yükselterek ciddi bir bankacılık krizine yol açmıştır (Yay vd., 2001: 48-49).

TCMB'nin kurları dalgalanmaya bırakması sonrası yapılan yüksek devalüasyonlar bankacılık sektörünü olumsuz etkilemiş, öz kaynaklarda ve varlıklarda azalma ortaya çıkmıştır (Celasun, 2002: 17). Mali sisteme karşı oluşan güvensizlik, dolarizasyondaki artış, ödemeler bilançosunda oluşan açıklar, firmaların iflası gibi ortaya çıkan bütün bu olumsuzluklar şubat krizinin kendisini göstermiştir. TCMB döviz rezervlerine karşı korumacı bir tutum sergilemesi, olağan şartlarda normal gözükse de olağanüstü durumlara karşı hızlı cevap verici politikaların gerekliliğini göstermiştir. Bu tür şok etkisi ortaya çıkan durumlarda güvensizlik ortamının oluşmasından dolayı TCMB son kredi mercii olma işlevini kaybetmesine yol açmıştır (Turan, 2011: 72).

• Merkez bankası işlemleri

2000 Kasım krizi sonrasında IMF tarafından ek destek sağlanması sonucu faizlerde azalma ve sermaye akımlarında belirli bir artış gözlemlenmiştir. Ancak kriz

bankacılık sisteminin mali yapısında yaşanan kırılganlığın artmasına, ulusal ve uluslararası piyasalardan sağlanmakta olan fonların vadelerinin de kısılmasına neden olmuştur. TCMB, 18 Aralık 2000 tarihinde IMF'ye ek niyet mektubu göndermiş ve bu mektupta 2001 yılı politikalarında temel hedeflerinden olan enflasyon hedeflemesine ulaşılmasının temin etmek olduğu açıklanmıştır. 31 Temmuz 2001 tarihinde gönderilen niyet mektubunda ise, enflasyon hedeflemesi uygulamasına 2001 yılının son çeyreğinde geçileceği TCMB tarafından belirtilmiştir. Fakat bu dönemde meydana gelen 11 Eylül olayları döviz kurunun zayıflaması ile iç fiyatlarda yaşanan olumsuz sonuçlar nedeniyle 20 Kasım 2001 tarihli niyet mektubunda enflasyon hedeflemesine geçilmesi 2002 yılına kaydırılmıştır (Acet, 2008: 227-228).

22 Şubat 2001'de dalgalı kura geçilmesinden sonra krizin de ortaya çıkardığı olumsuz koşullardan sonra TCMB'nin amacı olarak ödemeler sisteminde yaşanan dengesizliklerin ortadan kaldırılması ve finansal piyasalarda istikrarın sağlanması şeklinde devam etmiştir. TCMB'nin uygulayacağı politikalar kurun dalgalanmaya bırakılması ile esneklik kazanmıştır. Ayrıca TCMB, 26 Şubat 2001'den itibaren BPP, faiz oranlarını düşürmeye başlamıştır. Bunlara ilaveten TCMB, dalgalı kura geçiş yapmasıyla bankacılık sektörüne karşı dış yükümlülüklerini karşılayabilmek adına bankalara günlük açıkladığı oranlardan döviz depo imkânı sağlamıştır. TCMB, krizden önceki dönemde bankaların gecelik piyasalarda çok yüksek seviyelere çıkan fon taleplerinin ve sonucunda ortaya çıkan dengesiz likidite dağılımını engellemek amacıyla diğer bir hedefi olan gecelik borçlanma ihtiyaçlarının piyasa faizlerinde kurduğu baskıyı kontrol altına almak olmuştur. Bu baskının hafifletilmesi amacıyla TCMB, kamunun ve TMSF'nin bünyesinde bulunan bankaların gecelik borçlanma ihtiyaçlarını finanse etmeye başlamıştır (Korkmazer, 2018: 88).

• Güçlü Ekonomiye Geçiş

Kasım 2000 ve ardından Şubat 2001 kriziyle birlikte ortaya çıkan olumsuz gelişmelerden sonra 14 Nisan ve 15 Mayıs 2001 tarihlerinde iki aşamalı olacak şekilde "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" açıklanmış ve bu program devreye sokulmuştur. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinden sonra kura dayalı programda başarısızlıkla sonuçlanmıştır. 22 Şubat 2001'de program terkedilmesiyle kur dalgalanmaya bırakılmıştır. Kura dayalı rejimin terk edilmesi sonrası ortaya çıkan güven bunalımını

ve yaşanan istikrarsızlığı hızlı bir şekilde ortadan kaldırmak ve aynı zamanda böyle bir durumla tekrar karşılaşmamak için kamu yönetimini ve ekonomiyi yeniden yapılandırılmak amacıyla güçlü ekonomiye geçiş programı Mayıs 2001'de devreye girmiştir. Güçlü ekonomiye geçiş programının temel hedefleri ise şu şekildedir. Güçlü ekonomiye geçiş programının temel amaçları bankacılıkla ilgili tedbirlerin hızlı bir şekilde alınması ve buna bağlı faiz oranları ve döviz kurlarında istikrarın sağlanması, ekonomik etkinliği sağlayacak reformların gerçekleştirilmesi, enflasyonla mücadelede makroekonomik politikaların etkili bir şekilde kullanılması ve sürdürülebilir büyüme ortamının oluşturulması olarak belirlenmiştir (Keyder, 2002: 432; Turan, 2011: 77; TCMB, 2003: 13).

Güçlü ekonomiye geçiş programı çerçevesinde şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin oluşturulmalarını sağlamak amacıyla maliye ve para politikalarında farklılaşmaya gidilmesi öngörülmüştür. Dolayısıyla TCMB'de revizyona gidilmesi ve TCMB kanununda değişiklikler yapılması gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizi TCMB'nin zorunlu olarak gelişim sürecinin hızlandırılmasını sağlamıştır. TCMB'nin yasa taslağında belli bazı konuların üstünde durulmuştur. Bunların birincisi TCMB yasa taslağı üzerinde AB normlarıyla uyumlu duruma getirilmesidir. İkinci olarak TCMB'nin şeffaflığı ve hesap verilebilirliğinin artırılmasıdır. Üçüncüsü de TCMB'nin nihai amacının fiyat istikrarı olup politika belirlemede otoriterlerden etkilenmeyen bağımsız bir kimlik kazanmıştır. Avrupa Birliği tarafından 2000 yılı ilerleme raporunda Türkiye'nin Merkez Bankacılığında gelişme gösteremediği, fiyat istikrarının tek amaç olması gerektiği ve yasal bağımsızlığı sağlaması gerektiği konusunda uyarılarda bulunulmuştur. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin ortaya çıkardığı bunalım döneminde TCMB yasasında değişikliğe gidilmesini zorunlu kılmıştır. Bunun sonucunda 4651 sayılı kanun 25 Nisan 2001'de kabul edilmiştir (Çetin, 2016: 78-80).

TCMB kriz döneminde ödemeler sisteminde yaşanan aksaklıkları ve finansal piyasalar üzerindeki istikrarı sağlamak amacıyla gerekli likiditeyi açık piyasa işlemleri (kotasyon⁵ ve doğrudan alım) ve BPP (Bankalararası para piyasası), TL sağlayarak karşılamıştır. Merkez bankası, bankacılık sistemini işler duruma getirmek ve ödemeler

⁵ Kotasyon: Borsada sürekli işlem görmesi ve talep edilen sermaye piyasası araçlarının şartlarını taşıması halinde pazar listesine kayıt edilerek menkul kıymet borsalarında işlem görmesinin kabul edilmesidir (IMKB, 2011: 42).

sistemindeki sorunları gidermek amacıyla piyasalara aktif bir şekilde müdahalede bulunarak kısa vadeli faizlerin düşmesini ve likiditenin sistemde etkin olacak şekilde dağılmasını sağlamaya çalışmıştır. Merkez bankası dalgalı döviz kuru rejimine geçtikten sonraki süreçte döviz piyasasında kısa dönemde yaşanan aşırı dalgalanmaların engellenmesi amacıyla düzenli döviz satış ihaleleri gerçekleştirmiştir. Merkez bankası fiyat istikrarını sağlama amacına yönelik olarak para politikası araçlarından biri olan kısa vadeli faiz oranını iç ve dış gelişmelere bağlı olarak kullanmıştır (TCMB, 2001: 25-26).

Şubat 2001 yılında piyasalar üzerinde yaşanan olumsuz gelişmeler sonucu 2000 yılından itibaren uygulanan döviz kuruna dayalı istikrar programının sürdürülmesini imkansız kılmıştır. Böylece döviz kuru nominal çapa özelliğini kaybetmesine yol açmıştır. Krizden sonra uygulanan programın temel amaçlarından biri orta vadede sağlıklı bir sistem için kamu kesiminde bankacılık sektörü içindeki fonksiyonun yeniden belirlenmesi ve bu bankaların kısa vadede yükümlülüklerinin azaltılması olmuştur. Kamu bankalarının yapılandırılmalarından sonra kamu ve fon bankalarının kısa vadeli yükümlülüklerinin azaltılması için merkez bankası, bankacılık operasyonunda kilit rol oynamış, operasyonun merkez bankası bilançosuna önemli etki etmiştir. Merkez Bankası bu operasyonun enflasyonist bir sürece neden olmaması için bilanço büyüklüklerine sınırlar getiren parasal hedefleme uygulamasıyla para tabanını kontrol etmiş ve enflasyonist etkileri sınırlandırılmıştır (TCMB, 2001: 75-89).

Güçlü ekonomiye geçiş programında öncelik verilen bankacılık sektörünün yeniden sermayelendirilmesi sürecinde enflasyonun kontrolden çıkmaması adına kamu borcunun artışı tercih edilmiş, parasal büyüklükler denetim altında tutulmuştur. Bu yaklaşım yerli paranın yabancı paralar karşısında daha fazla değer kaybı yaşamasının ve reel ücretlerin çöküşünün önüne geçmiştir (Celasun, 2002: 17).

2000 yılı kasım ayına kadar kura dayalı istikrar programının başarılı bir şekilde uygulanması sağlanmıştır. İç talepte ve üretimde canlanma yaşanmış, borsa endeksi yükselmiş ama enflasyon beklenenin üstünde kalmıştır. Türk Lirasının (TL) sürekli olarak değer kazanması, faiz oranlarının düşmesiyle ithal mallara olan iç talep en üst düzeye çıkmıştır. Bunun sonucunda cari işlemler açığını önemli ölçüde yükseltmiştir. Ülkedeki yaşanan cari açığı artıran devalüasyon beklentilerine neden olmuştur. Kasım 2000 krizi, yüksek faiz oranı, 5,36 milyar dolarlık rezerv kaybı ve Uluslararası Para

Fonu (IMF) tarafından 7,5 milyar dolarlık ek kredi ile atlatılmıştır. Merkez bankasının uyguladığı para politikasına olan güven kaybı ve kontrol edilemeyen cari açık sonrası program taviz vermeden sürdürülmesine rağmen Şubat 2001’de daha büyük bir kriz yaşamıştır. Ülkede ortaya çıkan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin başlıca sebepleri aşağıda sıralanmaktadır (Keyder, 2002: 432):

- Enflasyonun beklentilerin üzerinde gelmesiyle TL’nin aşırı değerlenmesi,
- TL’nin aşırı değerli olması yatırım malı ve ara mal ithalatının yüksek düzeyde artışı ve petrol fiyatlarında aşırı değerlenme nedenleri ile cari işlem açığının kritik seviyeyi geçmesi,
- Mali sektörün taşıdığı kur ve faiz riskinde artış olması,
- Güven kaybının yaşanması.

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri yanlış uygulanan politikalar sonucu mali piyasalarda oluşan tepkilerden dolayı güvenilirliği yok etmesinden ve siyasi istikrarda yaşanan sorunlardan dolayı ortaya çıkmıştır. Sabit döviz kuru rejimi terk edildikten sonra Türkiye’de 2002 yılı ile enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş yapılmıştır. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri ile birlikte kur dalgalanmaya bırakılmış ve para otoritelerince alınan kararla enflasyon hedeflemesi rejimi altında örtük enflasyon hedeflemesi dönemine girilmiştir.

3.2. Örtük Enflasyon Hedeflemesi (2002-2005)

Merkez Bankasının 2001 yılında fiyat istikrarını sağlaması için yetkilendirilmesi sonrasında enflasyon hedeflemesine geçişin hazırlıkları oluşturulmuştur. 2002 yılında Türkiye’de ilk kez enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanmıştır (Cinel, 2018: 85-86).

TCMB 2002 yılında şeffaf olmak ve hesap verme sorumluluğu çerçevesinde ilk stratejik planını oluşturmuştur. TCMB 2011 yılına kadar üçer yıllık şekilde ve her yıl güncellenerek stratejik planlar, 2011 yılından itibaren beş yıllık süre üzerinden üç yılda bir güncellenerek uygulanmıştır (Tufan, 2019: 90).

2000 yılının başında enflasyon düşürme programı uygulanmaya başlanmıştır. Bu süre zarfında enflasyona karşı beklentilerin olumsuz yönde olması, yabancı para (YP) birimlerine karşı fiyatlama, sözleşme, borç alma gibi faaliyetlerin sıklaşması gibi nedenlerden dolayı kurdaki yükseliş enflasyonun temel belirleyicilerinden olmuştur (Cinel, 2018: 92).

TCMB, 2002-2004 dönemini kapsayan “Güçlü Ekonomiye Geçiş” programını revize ederek 2002 yılında uygulamaya koymuştur. Bu programın revize edilmesinin temel nedenleri arasında mali piyasalarda ortaya çıkan istikrarsızlık sonucu Hazine’nin ek dış finansman ihtiyacının artması ve enflasyonun beklenenin üstünde gerçekleşmesidir. Bu program ile para ve kur politikası düzenlenerek gelecek dönem enflasyonuna odaklanan “örtük enflasyon hedeflemesi” izlenmeye başlanmıştır (TCMB, 2002a). Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı’nın hedeflerine ulaşması için bazı düzenlemeler planlanmıştır (Demirhan, 2007: 114):

➤ Bankacılık sektöründe yapılandırma çalışmalarının yeniden hızlandırılması ve reel sektörde güvenin sağlanması

➤ Mali sektörün yapılandırılması için merkez bankasına operasyonel bağımsızlığının kazandırılması, devlette şeffaf olma ilkesinin sağlanması, ekonomide rekabetin ve etkinliğin artırılmasını sağlamaya yönelik yasal düzenlemelerin yapılması

➤ Enflasyonu kontrol altına alabilmek için aktif bir para politikası uygulanması ve gerekli ortam sağlandığında enflasyon hedeflemesine geçilmesi

➤ Kamuda şeffaflık ve hesap verebilirliğin sağlanması

➤ Sürdürülemez iç borç yapısının dış finansman desteği ile düzeltilmesi

2002 yılından itibaren Merkez bankası dört yıllık sürede kısa vadeli faiz oranlarını para politikası aracı olarak kullanarak açık enflasyon hedeflemesine geçiş için hazırlık yapmıştır. Bu dönemde enflasyon beklentileri karşılanmış hatta daha da aşağı seviyelere inilmiş, böylelikle Merkez bankası enflasyon hedeflemesini yönlendirmek için kontrolü eline almıştır. Kamu borçları önceki dönemlere nazaran büyük bir sorun olmaktan çıkmıştır. Enflasyon hedeflemesi stratejisine uyumlu olacak şekilde mali disiplin sağlanmıştır. Finansal piyasalarda ve bankacılık alanında gerçekleştirilen reformlar sonrası finansal alanda sıkı bir denetimin gerçekleştirilmesiyle kırılganlık azalmıştır. Örtük enflasyon hedefleme stratejisinin başarılı bir şekilde uygulanmasıyla enflasyon düşürülüp kontrol altına alınmıştır (Peker, 2011: 496).

Tablo 3. Türkiye’de Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Rakamları

Hedef Türü	Yıllar	Hedef Enflasyon (%) (TÜFE)	Gerçekleşen Enflasyon(%) (TÜFE)	Sapma
Örtük Enflasyon Hedeflemesi	2002	35	29,7	5,3
Örtük Enflasyon Hedeflemesi	2003	20	18,4	1,6
Örtük Enflasyon Hedeflemesi	2004	12	9,3	2,7
Örtük Enflasyon Hedeflemesi	2005	8	7,7	0,3

Kaynak: www.tcmb.gov.tr, 2020g

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri sonrası bankacılık alanında sorunlar artmış, faiz ve kur riskleri ortaya çıkmıştır. 2002-2005 yıllarında örtük enflasyon hedeflemesi uygulanmıştır. Yapısal reformlar ile iç ve dış şartların da olumlu gelişmeler göstermesiyle ekonomide canlanma, faiz oranlarında düşme ve büyümede artış meydana gelmiştir. Tablo 3’de de yer aldığı gibi 2002 yılı sonunda enflasyon hedefi %35 olarak belirlenirken, 2005 yılında enflasyon hedefi %8’e gerilemiştir. 2002-2005 yıllarında gerçekleşen enflasyon, hedeflenen enflasyonun altında olduğundan merkez bankasına ve uygulanan para politikasına güven artması sonucu gelecek dönem için enflasyon beklentileri olumluya dönmüştür. 2002-2005 dönemi enflasyon hedeflemesinin başarılı kabul edilmesine yol açmıştır (Cinel, 2018: 92-93).

2002 yılında uygulamaya konulan istikrar programı ile enflasyonun üç yıllık sürede %12 seviyesine ve daha sonrada tek haneli seviyelere çekilmesi amaçlanmıştır. 2002 ve 2003 yıllarında uygulanan para politikası, maliye politikası ve yapısal reformlar sonucu enflasyon hedeflenen seviyelerin altında gelmiştir. Enflasyonun düşürülmesine olumlu katkı sağlayan etkenler (TOBB, 2004: 60).

- Yıl içerisinde uygulanan para ve maliye politikalarının kararlılıkla sürdürülmesi,
- Fiyat istikrarının sağlanacağına dair güvenin artması,
- İç talepte fiyatları zorlayacak bir baskının ortaya çıkmaması,

- Verimlilik ve yatırımlarda artış sonucu ekonomide üretim kapasitesini artması,
- Dalgalı döviz kuruna dayalı kur geçişkenliğinin azalması,
- TL'nin istikrar kazanması,
- Enerji fiyatları ve birim ücretler gibi maliyet koşullarında olumlu gelişmeler yaşanması.

2003 yılında hedeflenen enflasyona ulaşmak için kısa vadeli faiz oranları, etkin bir şekilde TCMB tarafından kullanılmıştır. 2002 yılında uygulanmaya başlanan örtük enflasyon hedeflemesi 2003 yılında da uygulanmaya devam etmiştir. Nisan ayında gecelik borçlanma faizi %44 seviyesinde iken Ekim ayında bu oran %26 seviyesine kadar indirilmiştir (Sarı, 2007: 16-17). Ekonomide yapılan reformlar ile TCMB'nin uyguladığı örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi sonucunda enflasyon, 2002 yılından sonraki dört yıl boyunca hedeflerin altında kalmıştır. Ayrıca enflasyon 2004 yılında 30 yıllık süreçten sonra ilk kez tek haneli sayılara düşmüştür (TCMB, 2013a: 17).

TCMB, 2002 yılından beri uygulanmakta olunan para politika stratejisi 2004 yılında da sürdürmüştür. TCMB, 2004 yılında %12'lik enflasyon hedefiyle uyumlu bir şekilde kısa vadeli faiz oranlarını temel politika aracı olarak kullanırken, parasal hedeflere 2004 yılı sonunda da ulaşmıştır (Sarı, 2007: 17).

2005 yılında enflasyon dördüncü kez yıl sonu hedeflenen seviyenin altında gerçekleşmiştir. Türkiye ekonomisinde yılın ilk dokuz aylık bölümünde %5,5 gibi bir büyüme yaşanırken tüketici fiyatlarının son çeyrekte artış göstermesi ile 2005 yılı sonunda enflasyon hedefi olan düzey %8'in altında kalmış ve %7,72 seviyesinde gerçekleşmiştir. Ülkede olumlu sürecin 2005 yılında devam etmesinin nedenleri, mali disiplinin tavizsiz bir şekilde sürdürülmesi, yapısal reformların sürdürülmesi, Yeni Türk Lirası'nın güçlü bir düzeyde olması ve faiz düşüşlerinin devam etmesi şeklinde sıralanabilir. 2005 yılının başında Merkez bankasının %18 olan kısa vadeli borçlanma faizini kademeli bir şekilde indirmesi ile yıl sonu % 13,5 düzeyine çekmiştir (Bölükbaş, 2016: 117).

2003 yılında Irak savaşı sonrası döviz kurlarında ve petrol fiyatlarında maliyet yönlü enflasyonist baskı ortadan kalkmıştır. Bunun devamında ekonomik programda öngörülen yapısal reformların sürdürüleceği ve bütçe disiplininde gerekli önlemler alınacağına dair kararlı tutum ve buna bağlı güven ortamının oluşmasını sağlamıştır. Bu

gelişmeler çerçevesinde gecelik borçlanma faizi Nisan 2003'de %44 seviyesinde iken dönem içerisinde yapılan indirimlerle Ekim 2003'de %26 seviyesine düşürülmüştür (TCMB, 2004: 76). Ekonomik programın başarılı bir şekilde sürdürülmesi, mali disiplin ve yapısal reformların ilerlemesiyle enflasyondaki beklentileri iyileştirmiştir. Bu gelişmeler doğrultusunda Merkez Bankası 2004 yılında gecelik borçlanma faizini dönem içerisinde yapılan indirimlerle %26 seviyesinden %18 seviyesine çekmiştir (TCMB, 2005: 76). Uygulanan program sürecinde enflasyon oranları düşmesine karşın faiz oranları bu dönem içerisinde yeterli ölçüde azaltılamamıştır. Bundan dolayı yabancı sermaye girişinin hızlandırması ve buna bağlı, döviz arzının artması ve TL'nin değerlenmesine görülmektedir. Böyle bir durum ticarete açığın artmasına yol açarak sermaye çıkışlarına ve dolayısıyla finansal krize neden olabilir. 2005 yılında benzer sebeplerden ötürü gecelik borçlanma faizi merkez bankası tarafından %13,5 seviyesine çekilmiştir (TCMB, 2006: 76).

Merkez bankası 2005 yılı sonunda %8 tüketici enflasyonu hedeflemiş ve bu hedefe ulaşabilmek için kısa vadeli faiz oranlarını temel politika aracı olarak kullanmıştır (Sarı, 2007: 17). Türkiye Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizinden sonra Uluslararası Para Fonu (IMF) ile 4 Şubat 2002 tarihinde on sekizinci stand-by düzenlemesi yaparak üç yıllık sürede bitirilmesi öngörülmüştür. Güçlendirilmiş orta vadeli ekonomik program ile on sekizinci stand-by düzenlemesi öngörüldüğü gibi 3 Şubat 2005 tarihinde tamamlanmıştır. Programın kapsamında elde edilen başarıları devam ettirmek için IMF ile on dokuzuncu stand-by düzenlemesi gerçekleştirilmiştir. Üç yıllık süreyi kapsayan bu program Mayıs 2005-Mayıs 2008 tarihleri arasında yürürlüğe koyulmak üzere 11 Mayıs 2005 tarihinde imzalanmıştır (TOBB, 2007: 8). Türkiye'nin 2002-2005 döneminde enflasyonu düşürme hedefinde başarılı olduğu görülmektedir. Merkez Bankasına yasayla yetki verilmesinin ve güçlü ekonomiye geçiş programının uygulanmasının olumlu katkısı olmuştur. Bu durum enflasyon hedeflemesine geçiş açısından destekleyici bir süreç olarak tanımlanabilir. Bu duruma, hükümetle birlikte hareket edilmesi, yapılan reformların ve küresel ekonomide olumlu gelişmelerin yaşanmasının katkıda bulunduğu söylenebilir.

3.3. Açık Enflasyon Hedeflemesi Dönemi 2006

TCMB 2000 yılında uyguladığı döviz kuru hedeflemesi stratejisinin başarısız bir şekilde sonuçlanmasıyla yeni bir strateji arayışına girmiştir ve bunun sonucunda 2006 yılından itibaren açık enflasyon hedeflemesine geçilmiştir (Acet, 2008: 236-237). 2005 yılında enflasyon hedefine ulaşabilmek için belirlenen üç yıllık dönem, bütçeye destek ve orta vadeye vurguyu arttırmak amacıyla hazırlanmıştır. Belirlenen hedefler politikalar aracılığıyla ulaşılan nokta hedeflerdir. Belirlenen açık hedef üzerine +/- 2 puanlık belirsizlik aralığı oluşturulmuş ve bu aralık hesap verilebilirlik ilkesi çerçevesinde kurula bağlanması amacıyla nitelemiştir. 2006 yılında yapılan öngöründe “henüz fiyat istikrarının tesis edildiği bir dönem değil, halen düşen bir enflasyon ortamıdır” şeklindedir (Orhan, 2007: 278-279). Bu değerler aşağıdaki tablo 4’de gösterilmiştir.

Tablo 4. 2006 Yılı Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası

%	Mart 2006	Haziran 2006	Eylül 2006	Aralık 2006
Belirsizlik Aralığı Üst Sınır	9,4	8,5	7,8	7
Hedefle Tutarlı Patika	7,4	6,5	5,8	5
Belirsizlik Aralığı Alt Sınır	5,4	4,5	3,8	3

Kaynak: TCMB, 2006: 62

Tablo 4’de belirtildiği üzere Haziran 2006’dan itibaren patikanın üst sınırı geçildiği görülmektedir. TCMB tarafından açık enflasyon hedeflemesi stratejisinde şeffaflık ve hesap verilebilirlik koşulları çerçevesinde Hükümete ve IMF’ye sapmanın nedenlerini içeren kamuoyuna TCMB tarafından açık mektuplar gönderilmiştir (Eroğlu, 2009: 38). 2006 yılında enflasyon hedeflemesini olumsuz etkileyen bazı faktörlerle karşılaşmıştır. Enflasyon yılbaşı itibariyle özellikle de gıda fiyatlarında kaynaklı artış trendine girmiştir. 2006 yılı ikinci çeyreğinde uluslararası piyasalarda yaşanan dalgalanmalar sonucu TL’nin değer kaybı yaşaması enflasyonun artışını devam

ettirmesine sebep olmuştur. TL daha sonraki süreçte tekrar değerlendirilmiş olsa da yıl sonu belirlenen hedefin üzerinde gerçekleşmiştir. Sonuç olarak 2002-2005 yılları arasında tüketici fiyatlarında yaşanan enflasyon yıllık olarak üst üste hedeflenen enflasyonun altında kaldıktan sonra, 2006 yılında hedefin üzerinde gerçekleşmiş, %9,7 oranında gelmiştir. Enflasyon hedeflemesinin tutturulamamasının nedenleri arasında özellikle enerji ve işlenmemiş gıda ürünlerinde hesaplanamayan ve küresel faktör kaynaklı fiyat artışları, küresel likiditede yıl içinde görülen dalgalanmalar, bu dalgalanmalara bağlı olarak kur ve faiz oranları üzerindeki artış ve yapısal reformların eksik kalması gösterilmiştir (Orakçı, 2009: 147-152).

Merkez Bankası, enflasyon hedeflemesiyle birlikte dalgalı kur rejimine de devam edecektir. Bununla birlikte, merkez bankası tarafından bir kur düzeyi hedeflenmemektedir. Fakat döviz kurlarında aşırı oynaklık yaşanması ya da oynaklığa yol açabilecek gelişmeler olması halinde Merkez Bankası tarafından döviz piyasalarına doğrudan alım ve satım şeklinde müdahale yapılabilmektedir. Türkiye’de yaşanan iç ve dış şokların ortaya çıkardığı olumsuz etkilerin ortadan kaldırılması, ülkeye olan güvenin artırılabilmesi ve dış borçta ödemelerin yapılabilmesi için TCMB, döviz arzının döviz talebine kıyasla arttığı zamanlarda döviz alım ihaleleri yaparak rezerv biriktirmeyi amaçlamaktadır (Gürsoy, 2013: 140-141).

2006 yılı Mayıs ve haziran ayında piyasalarda yaşanan dalgalanmalar, Türk Lirasının (TL) değer kaybetmesi, gıda ve emtia fiyatlarındaki artışlar enflasyon beklentileri üzerinde olumsuz etki yapmıştır. Ayrıca TCMB, döviz kurunda yaşanan oynaklığı en aza indirebilmek amacıyla döviz arzını daraltma yoluna giderek günlük döviz alım ihalelerine ara vermiştir. Para politikası faiz oranlarını önce 175 baz puan, daha sonra da 225 baz puan daha yükseltmiştir (Tablo 5) (Eroğlu, 2009: 38-39).

Tablo 5. 2006 Yılında Faiz Kararlarında Değişiklik Yapılan Para Politikası Kurulu (PPK) Toplantıları

Toplantı Tarihleri	Faiz Kararı	Faiz Oranı
27 Nisan	-0,25	13,50
7 Haziran	+1,75	15,00

Tablo 5. (Devamı).

25 Haziran	+2,25	17,25
20 Temmuz	+0,25	17,50

Kaynak: TCMB, 2006: 40

Mayıs ve Haziran aylarında, mali piyasalarda yaşanan dalgalanmalar daha sonra yerini tekrar istikrara bırakmıştır. Merkez bankası ara verilen döviz alım ihalelerini Kasım ayında yeniden başlatmıştır. 26 Haziran 2006 yılından itibaren yaşanan dalgalanma ile Banka, likidite yönetimi çerçevesinde, açık piyasa işlemleri üzerinden, gecelik vadedeki fazla TL likiditesini azaltmak için bir ve iki hafta standart vadeli TL Depo Alım ihaleleri başlatmış ve 25 Ağustos'a kadar devam ettirmiştir. Merkez bankası likidite yönetiminin esnekliğini artırmak için likidite senetlerinin doksan bir güne kadar vadeli aktif bir şekilde kullanılabilmesine imkân vermiştir (Eroğlu, 2009: 38-39). 2006 yılında enflasyonun artmasında dünyada petrol ve altın fiyatlarındaki yükseliş, işlenmemiş gıda fiyatlarında hızlı yükselme ve küresel likidite şartlarındaki bozulmadan kaynaklı sermaye çıkışları gibi arz şokları etkili olmuştur. Özellikle 2007 yılından itibaren hızla yükselen petrol fiyatları ile diğer emtia fiyatlarında yaşanan artışlar enflasyonun azalmasına engel olmuştur (Cinel, 2018: 93).

2007 yılında TCMB, Para ve Kur Politikası metni ile tahminlerin iki yıl için verilmesini kararlaştırmıştır. Böylelikle üç ayda bir yayınlanan raporlardaki tahminler iki yıllık bir süreyi kapsayacak şekilde hazırlanmıştır (Çelik, 2008: 103). 2006 yılında ekonomiye olan güveni ve istikrarı artırabilmek ve mali disiplini devam ettirebilmek suretiyle ekonomide yaşanan büyümeyi sürdürmek, enflasyonu daha aşağı seviyelere indirmek, cari açığı finanse edebilmek için kaynak sağlamak ve istihdamı artırmak makroekonomik politikaların temel amaçları olarak ön plana çıkmaktadır (TOBB, 2007:9). 2007 yılında, dalgalı kur sistemine devam edilmiştir. Tablo 6'da enflasyon hedeflemesi çerçevesinde hedefle uyumlu enflasyon patikası ve gerçekleşen rakamlar gösterilmektedir.

Tablo 6. 2007 Yılı Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası

%	Mart	Haziran	Eylül	Aralık
Belirsizlik Aralığı Üst Sınır	11,2	8,7	7,3	6,0
Hedefle Uyumlu Patika	9,2	6,7	5,3	4,0
Belirsizlik Aralığı Alt Sınır	7,2	4,7	3,3	2,0
Gerçekleşmeler	10,86	8,60	7,12	8,39

Kaynak: TCMB, 2007: 38

2007 yılında enflasyon hedefi, yıl sonu hedefi ile tutarlı ve bu hedef etrafında %2'lik puan belirsizlik aralığı içinde %4 olarak belirlenmiştir. 2007 ve 2008 yıllarında enflasyon hedefi %4 olarak devam ettirilirken 2009 yılı hedefi de aynı oran olarak duyurulmuştur (TCMB, 2007: 8).

2007 yılında döviz piyasalarına alım veya satım için müdahale edilmemiştir. 2007 yılında küresel piyasada yaşanan dalgalanmalar, iç siyasette yaşanan belirsizlik ve seçimler, ortaya çıkan kuraklık, yapısal reformlarda gecikme olması ve ekonominin gündemdeki yerinin aşağılara düşmesi ülke ekonomisini olumsuz etkileyen unsurlar olarak yer almıştır. Buna rağmen Türkiye ekonomisi, 2007 yılının ilk döneminde % 4,5 oranında büyümeye devam etmiştir (TOBB, 2008: 9-10).

Açık enflasyon hedeflemesine geçilmesinden itibaren 2008 krizine kadarki süreçte gerçekleşen enflasyon, hedeflenen enflasyonun üzerinde seyretmiştir. Ancak enflasyon çift haneli rakamlara çıkmamıştır. Bu dönem içerisinde enflasyon istenen düzeyde gerçekleşmemiş olsa da TCMB bu süreç içerisinde güveni sağlamış ve hükümetin desteğini alması sonucu belirli bir istikrar yakalamıştır. Bu çerçevede enflasyon hedeflemesi stratejisinin olumlu bir ilerleme kaydettiği görülmektedir. Merkez bankalarının en etkili politika aracı konumunda olan faiz enflasyon hedeflemesinde önemli bir yere sahiptir.

2006 yılının başından itibaren Mayıs ayına kadar yapılan toplantılarda sadece 27 Nisan ayında 25 baz puanlık indirim yapılmıştır. Fakat 2006 Mayıs ayında %13.25

düzeyinde olan gecelik borçlanma faiz oranı yıl sonunda %17,50 düzeyine çıkarılmıştır. Bunun nedeni uluslararası likidite koşullarına ilişkin belirsizlik durumunun yaşanması ve çeşitli emtia fiyatlarından kaynaklı risklerin oluşmasıdır (TCMB, 2007: 39). 2007 yılında küresel piyasalarda yaşanan sıkıntılar Türkiye üzerinde de etkisini yavaştan göstermeye başlamıştır. Merkez Bankası bu süreç içerisinde temkinli bir para politikası izleyerek 2007 yılının son dört ayı içerisinde yapılan dört toplantıda toplam 175 baz puan faiz indirimine gitmiştir (TCMB, 2008a: 30).

Kasım 2000 krizi ve Şubat 2001 kriziyle faizler hızla yükselmiştir. Daha sonra güçlü ekonomiye geçiş programı ve 2002 döneminde itibaren radikal kararların alınması ve ekonomide olumlu gelişmelerin yaşanması ile birlikte faizlerin 2005 yılına kadar hızla düştüğü görülmektedir. Bu dönemden itibaren faizler 2008 krizine kadar belirli bir düzeyde tutulmuş fakat 2008'de yaşanan küresel kriz karşısında merkez bankaları farklı politikalara yönelmek durumunda kalmış ve bu dönemde ekonomiyi canlandırmak için faizler hızla çok düşük seviyelere kadar çekilmiştir.

3.4. Küresel Kriz Sonrası Para Politikası (2008 ve sonrası)

Amerika Birleşik Devletlerinde (ABD) 2007 yılının yaz döneminde finansal piyasalarda ortaya çıkan sorunlar Eylül 2008'den itibaren küresel krizi ortaya çıkarmıştır. Kredi piyasalarında işlemler durma noktasına gelmiş, borsalar dip yapmış ve birçok firma ödeme problemiyle karşı karşıya kalmıştır. ABD'de ortaya çıkan bu kriz küreselleşmenin etkisiyle tüm uluslararası finans piyasalarını tehdit eder duruma gelmiştir (Erdönmez, 2009: 85).

Küresel krizin nedenleri arasında konut fiyatlarının yükselmesi yer almaktadır. Aynı zamanda konut fiyatlarının düşmesi bu krizin sonuçlarından biri olduğu söylenebilir. Konut kredilerinde belirli bir kısmının geri dönmemesi ile birlikte konut piyasası kısır bir döngünün içine girmiştir. 2007 yılının başından itibaren ABD'de konut fiyatları düşüş göstermiştir. Ülkede yaşanan kredi krizi mortgage krizi ile bağlantılı olması, mortgage kuruluşlarının ve bankaların hisse değerlerinin düşüş yaşamasına, bazı kuruluşların el değiştirmesine ve iflas etmesine yol açmıştır (Özdemir, 2014: 53).

2008 yılının ikinci yarısında küresel boyuta ulaşan krizin temeli ABD'de mortgage piyasalarında yaşanan sorunlardan kaynaklıdır. ABD'de başlayan ve tüm ülkeleri etkileyen bu kriz beş yıl önce kredibilitesi düşük olan bireylere finansal

kuruluşlar tarafından mortgage kredisi vermesi ile başlamış ve finansal sistem üzerinde büyük bir tehdiye dönüşmüştür. ABD'deki bankalar ekonomiyi inşaat sektörü üzerinden canlandırabilmek amacıyla ödeme gücü ve kredibilitesi görece düşük riskli kişi ve kurumlara, mortgage kredileri verilmesi sonucu yüksek riskte bulunan kredilerin büyüklüğü 1,5 trilyon dolara çıkartmışlardır. Bu süreçten sonra bankalar daha çok kredi sağlayabilmek amacıyla bu riskli kesime verilen kredilerden doğan alacakları teminat göstererek emlak tahvilleri çıkartmış ve buna benzer tahvilleri daha yüksek faizle (risk büyük olduğundan dolayı) satmışlardır. Diğer yandan ipotekli gayri menkuller aracılığıyla emlak fiyatlarının artan kısmına yeni ipotekler yapılması ile yeni kredilerin alınması reel karşılığı olmayan kredi hacmini yükseltmiştir. ABD'de bankalar tarafından verilen morgage kredilerinin yaklaşık üçte birinin değişken faizli olmasından dolayı mali piyasaları zor bir duruma sokmuştur (Susam ve Bakkal, 2008: 73-74).

2000-2006 döneminde ABD'de de birçok insanın konut sahibi olunması amaçlanmıştır. Bu doğrultuda bankalar herkese kredi vermiştir. Bankalar tarafından verilen bu kredilerin riskini azaltmak için menkul kıymetleştirme yoluna gidilmiştir. Bu yaklaşımla riskin paylaşılması hedeflenmiştir. Ancak paylaşılan şey borç olmuştur. 2008 krizi birçok iktisatçı tarafından bankaların kredileri paketleyerek tekrar bir şekilde satması olarak görüldüğü söylenebilir. Kredi kuruluşları denetimleri yeterli bir şekilde gerçekleştirmediklerinden dolayı ve firmalar birbirlerini tanınması nedeniyle objektif kalamamaktadırlar. Dolayısıyla kredi kuruluşları ölçütleri ağırlaştırmış ve zamanı da kısıtlayarak sorunu daha fazla büyümesine neden olarak maliyetleri arttırmıştır. Neticesinde ülkedeki finansal kurumların tedbir almasına ve ülkeler arasında borçlanma koşullarının zorlaşmasına neden olmuştur (Kesebir, 2018: 533-534).

2007 yılında dünyada menkul kıymetler piyasasının hacmi yüz kırk dokuz trilyon doların üstündedir. Bu hacmin %60,8'lik bölümünü konuta dayalı menkul kıymetlerden oluşmaktadır. Konuta dayalı menkul kıymetlerin %89,2'si ABD'den ihraç edilmiştir (Demir vd, 2008: 8). ABD'de patlak veren mortgage krizi menkul kıymetler piyasasında rakamlar göz önünde bulundurulduğunda piyasada büyük düzeyde ihraç gerçekleştiği görülmektedir. 2008'de menkul kıymetler piyasasında ortaya çıkan kriz küresel çapta bir krize dönüşmesine yol açmıştır.

Sonuç olarak ABD'de yaşanan bu gelişmelerin Avrupa'ya sıçraması ile küresel bir kriz ortaya çıkmıştır. Avrupa'daki finansal kuruluşlarında ABD'deki gibi

kurtarılması gereği ortaya çıkmıştır. Bu duruma bağlı olarak küresel piyasalarda sistemik riskin artmasına neden olmuştur. Küresel çapta yaşanan finansal sistemdeki bozulmanın reel sektöre yansımaları, fonlama maliyetlerinin artması ve kredi imkânlarının daralması yoluyla gerçekleşmektedir. Bu doğrultuda kredi piyasaları üzerinde arz yönlü daralmanın artması, gelişmekte olan ülkeleri ve finansal olmayan sektörü daha fazla etkileme olasılığını artmıştır (TCMB, 2008b: 9-10).

Küresel finansal krizin sonuçların ortaya çıkardığı yeni politika arayışları şu şekilde sıralanabilir (Hahm vd, 2001; akt. Umut, 2007).

➤ Finans sektöründe yaşanan gelişmelerin ekonomik aktiviteyi öngörülenden daha fazla etkilediği anlaşılmıştır:

➤ Başta üretim kayıpları olmak üzere küresel ölçekte önemli maliyetler ortaya çıkarmıştır.

➤ Krizden dolayı kamu dengesinde ciddi düzeyde bozulmalar yaşanmış

• Çok düşük düzeyde büyüme oranlarına yol açmıştır.

• Merkez Bankalarının çıkış amacıyla uyguladıkları geleneksel olmayan para politikalarının karmaşık olması ve gelecek dönemde merkez bankalarının ekonomiyi yönlendirme kabiliyetlerini engellemesi

➤ Küresel finansal krizle birlikte fiyat istikrarının aşırı risk alımını engelleyemediği ve finansal istikrarın sağlanmasında yetersiz kalması sonucu fiyat istikrarı ve finansal istikrarı sağlamak için yetersiz olduğu görülmüştür. Böylece bu krizden çıkarılması gereken en önemli derslerden biri olan fiyat istikrarı ile finansal istikrarı sağlamak olduğu görülmüştür

Küresel kriz öncesini kısaca özetlemek gerekirse 2002-2005 yılında örtük enflasyon hedeflemesinden sonra 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçilmiş ve bu dönemde enflasyonda başarılı uygulamalar ve kamu maliyesindeki olumlu sonuçlar ile ülkeye nakit girdisi göstermiş ve bankalara ucuz kredi sağlayarak ekonomik büyüme gerçekleşmiştir. Ancak bu gelişmeler 2008 krizi ile yerini ülkede ciddi bir durgunluğa bırakmıştır (Karagözlü, 2016: 134-136).

Tüm dünyaya yayılan bu kriz sonucunda kredi piyasalarında arz yönlü daralma yaşaması özellikle gelişmekte olan ülkeleri etkilemiştir. Bankacılık sistemi ve bütçesi güçlü olmayan ülkelere sermaye girişine (yüksek faizli gelir elde etmek veya mal ve hizmet üretimi yapmak için gelen yatırım) ve döviz kurlarında dalgalanmalara yol

açmıştır. Bu dönemde Merkez Bankalarının aldıkları en önemli ders sadece fiyat istikrarını sağlamanın yeterli olmayacağı bunun yanında da finansal istikrar ile de desteklenmesi gerekliliği ortaya çıkmıştır.

Mortgage krizinin Türkiye ekonomisine etkileri (Özdemir, 2014: 63-64):

➤ Kredi kanalı üzerinden Türk bankalarının dışarıdan sağlayacağı fonların azalması ve bu durumun sendikasyon kredileri ve döviz cinsinden borçlanabilme kapasitesini olumsuz etkilemesi.

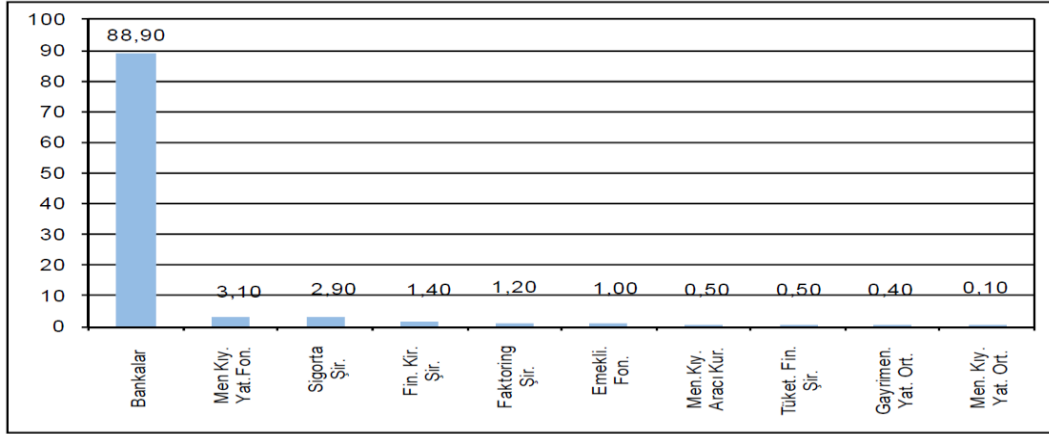
➤ İkinci sebep portföy yatırımlarıdır. Hedge fonları ve özel yatırım fonları Türkiye için finansman sağlamada önemlidir. Kriz sonrası aktarılacak fonların azalmasına neden olması döviz likiditesi üzerinde sorunlara ve TL’de değer kaybı sürecinin hızlanmasına yol açmıştır.

➤ Küresel ticarete meydana gelen daralma Türkiye’nin ihracatını olumsuz yönde etkilemiştir.

➤ Dördüncü olarak riskin artması ve güvenin azalmasıyla tüketici ve yatırımcı davranışları üzerinde olumsuz bir etki bırakmıştır. Bu durum özel yatırım harcamalarında daralma meydana getirmiştir.

2008-2010 arasında TCMB uyguladığı politikalarda temel üç hedefi fiyat istikrarını sağlamak, yabancı para talebini ve özel sektörün TL likidite ihtiyacını karşılamak olmuştur. Merkez bankası hem TL’de hem de yabancı parada zorunlu karşılık oranlarında değişikliğe gitmiştir. TCMB, zorunlu karşılık oranlarında değişikliğe giderek piyasayı maliyet ve likidite kanalları vasıtasıyla etkilemektedir. Maliyet kanalı, bankalardaki kredi ve mevduat faizlerindeki farkı etkileyerek çalışmaktadır. Likidite kanalı ise piyasadaki nakit düzeyini etkileyerek çalışan bir araçtır. Ayrıca likidite kanalının temel işlevi bankalarda bulunan kısa vadeli kaynakların etkilenmesi sonucu verilen kredileri şekillendirmektir. Zorunlu karşılıkların arttırılması durumunda bankanın maliyeti artmakta, buna karşılık banka mevduat ve kredi arasındaki marjı açarak telafi etmektedir. Likidite açısından bakıldığında zorunlu karşılıkların artması bankaların borç verme miktarını etkilemektedir (Alper ve Tiryaki, 2011: 3-6). Grafik 1’de görüldüğü gibi 2010 yılı itibariyle bankalar finans sistemi içinde en büyük paya sahiptir. Bundan dolayı özellikle finansal kriz sürecinde bankalara yönelik işlemler gerçekleştirilmiştir. Bu işlemler arasında zorunlu karşılık politikaları da yer almaktadır.

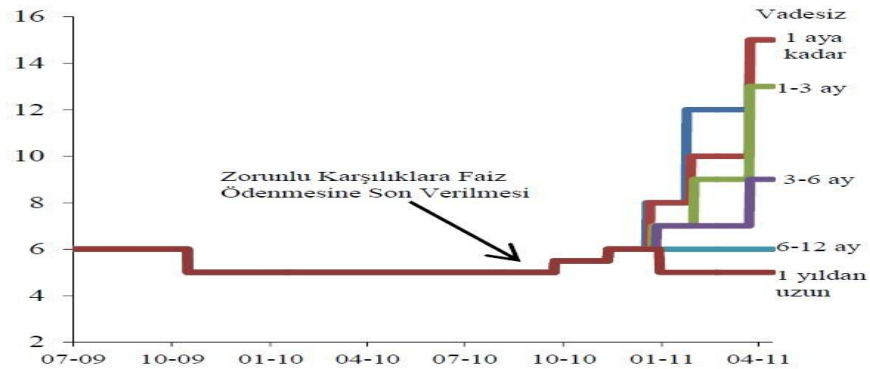
Grafik 1. Finansal Sektörün Bilanço Büyüklüğünün Dağılımı (%)



Kaynak: TCMB, 2010b: 23

TCMB, Aralık 2008’de döviz likiditesini sağlamak için yabancı para zorunlu karşılık oranını %11 seviyesinden %9’a çekmiştir. 2008 yılı son döneminde ve 2009 yılının ilk çeyreğinde daralma yaşanması sonucunda Merkez Bankası, kredi hacmini genişletmek için Haziran 2007’den itibaren %6 olan Türk Lirası zorunlu karşılık oranını %5’e indirmiştir. Nisan ayından itibaren üç aylık dönemde yabancı para zorunlu karşılık oranları artırılarak tekrardan %11’e çıkartılmıştır. Merkez Bankası Ekim ayında bankaların tuttukları zorunlu karşılık oranlarını %6’dan %5’e indirerek piyasaya üç milyar TL’nin üstünde likidite sağlamıştır (Grafik 2) (Özer, 2014: 87-88).

Grafik 2. TCMB Zorunlu Karşılık Oranları (%)



Kaynak: Başçı E ve Kara, H., 2011: 6

Küresel krizin derinleşmesinden yaklaşık bir ay sonra döviz alım ihaleleri TCMB tarafından durdurulmuştur. 24-30 Ekim tarihleri arasında döviz alım ihaleleri tekrar başlatılmıştır (TCMB, 2008b: 11-12). Kriz ile birlikte önlemler alınmasına

rağmen sermaye akışının yavaşlaması sonucu 2008'in Ekim ayı enflasyonu %2,60 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu rakam Ekim 2002 ile Ekim 2011 arasında görülen en yüksek aylık TÜFE değişimini göstermektedir (Ekim 2002 TÜFE; %3,29, Ekim 2011 TÜFE; %3,27) (Özer, 2014: 86-87).

2009 yılında küresel krizin etkilerinin olumsuz yönde devam etmesinden dolayı merkez bankası politika faiz oranını indirmeyi sürdürmüştür. İç ve dış talebin bu dönem içerisinde düşük kalmasından dolayı faiz indirimleri enflasyonist baskı oluşturmamıştır. 2009 yılının ilk bölümünde de döviz likiditesinde yaşanan sıkıntıların sürmesinden dolayı 10 Mart 2009 tarihi ile 2 Nisan 2009 tarihleri arasında toplam on sekiz döviz satım ihalesinde 900 milyon dolar satılmıştır. 2009 yılının ikinci yarısından itibaren küresel riskin tekrar artması sermaye akışını hızlandırmıştır. Döviz rezervlerinin artırılması için TCMB gerekli ortamın oluşmasıyla 4 Ağustos 2009 tarihinden itibaren en fazla 60 milyon dolarlık döviz alım ihalelerine başlamıştır. TCMB, 2008 yılının son üç ayında piyasaya sağladığı likiditeyi 2009 yılında da devam ettirmiştir. Merkez bankası likidite açıklarını kapatmak için piyasada vadeli repo işlemleri gerçekleştirmiştir. Gün sonunda oluşan likidite fazlasını gecelik işlemler yoluyla çekmiştir (Özer, 2014: 87-88).

Merkez bankası, 2008 yılında enflasyon için üçer aylık hedefler ile yıllık %4 düzeyinde artış öngören üç yıllık bir patika belirlemiştir. Merkez bankası beklenti ve tahminleri konusunu kamuoyu ile paylaşmaya devam etmektedir. PPK düzenli aylık toplantıları sonrası görüşlerini ve üç ayda bir enflasyon raporunda enflasyon tahminlerini ilan etmiştir. Banka, aylık fiyat gelişmelerini açıklanan enflasyon verileri hakkında ilk yorumlarını raporlarla kamuoyuna duyurmuştur (TSPB, 2009: 13).

Tablo 7. 2008 Yılı Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası

%	Mart 2008	Haziran 2008	Eylül 2008	Aralık 2008
Belirsizlik Aralığı Üst Sınır	9,1	8,5	8,3	6,0
Hedefle Uyumlu Patika	7,1	6,5	6,3	4,0
Belirsizlik Aralığı Alt Sınır	5,1	4,5	4,3	2,0
Gerçekleşmeler	9,2	10,6	11,1	10,1

Kaynak: TSPB, 2011: 18

Tablo 7’de belirtildiği gibi enflasyon Mart 2008’de hedeflenen aralığın üzerine çıktığı görülmektedir. Enflasyon Mart ayında yıllık hedefle uyumlu %7,1lik oranın çevresindeki $\pm\%2$ ’lik bandın üzerinde,%9,2 düzeyinde gerçekleşmiştir. Merkez bankası orijinal hedefin yıl ortasında güvenilirliği yitirmesiyle 2008 sonu enflasyon tahminini %9,3 olarak revize etmiştir. Dolayısıyla %4’lük kısa vadeli hedef geçerliliğini kaybetmiştir. TCMB kanunda belirtildiği gibi hedefe ulaşamamasından dolayı ve gereken önlemlerin alınmasıyla ilgili hükümete açık mektup göndermiş, kamuoyunu bilgilendirme yapmıştır. 2007 ve 2008’de gerçekleşen enflasyon, hedeflenen enflasyonun üzerinde gerçekleşmiştir. 2007 ve 2008 yıllarında enflasyonun belirgin bir şekilde artış göstermesinin nedeni küresel faktörlerin yansımaları olarak görülmektedir. Eylül 2008’de küresel krizin derinleşmesiyle 2008 yılı sonunda enflasyon % 10,06 düzeyinde gerçekleşmiştir (TSPB, 2009: 14).

Tablo 8. 2009 Yılı Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası

%	Mart 2009	Haziran 2009	Eylül 2009	Aralık 2009
Belirsizlik Aralığı Üst Sınır	11,7	10,8	10,5	9,5
Hedefle Uyumlu Patika	9,7	8,8	8,5	7,5
Belirsizlik Aralığı Alt Sınır	7,7	8,8	8,5	7,5
Gerçekleşmeler	7,9	5,7	5,3	6,5

Kaynak: TSPB, 2009: 14

Merkez bankası enflasyon hedeflemesi kapsamında orta vadede yıllık enflasyon hedeflerini sürdürürken 2010 yılı için enflasyon hedefi %6,5 düzeyindedir. Merkez bankası tarafından yıl sonu hedefte sapma olması durumunda, hükümete ve kamuoyuna da hesap verme ilkeleri doğrultusunda bu durumun nedenlerini ve öngörülen tedbirleri enflasyon raporu aracılığıyla paylaşmaya devam edecektir. Sonuç olarak Tablo 7’de de belirtildiği gibi 2009 yılında enflasyon %6,5 olarak gerçekleşmiştir. Sonuç olarak enflasyon yıl sonu hedefi olan %7,5’in bir puan altında gerçekleşmiştir (TSPB, 2010: 13-14). Küresel krizin 2008 yılı son çeyreğinde derinleşmesi emtia fiyatlarında düşüşe

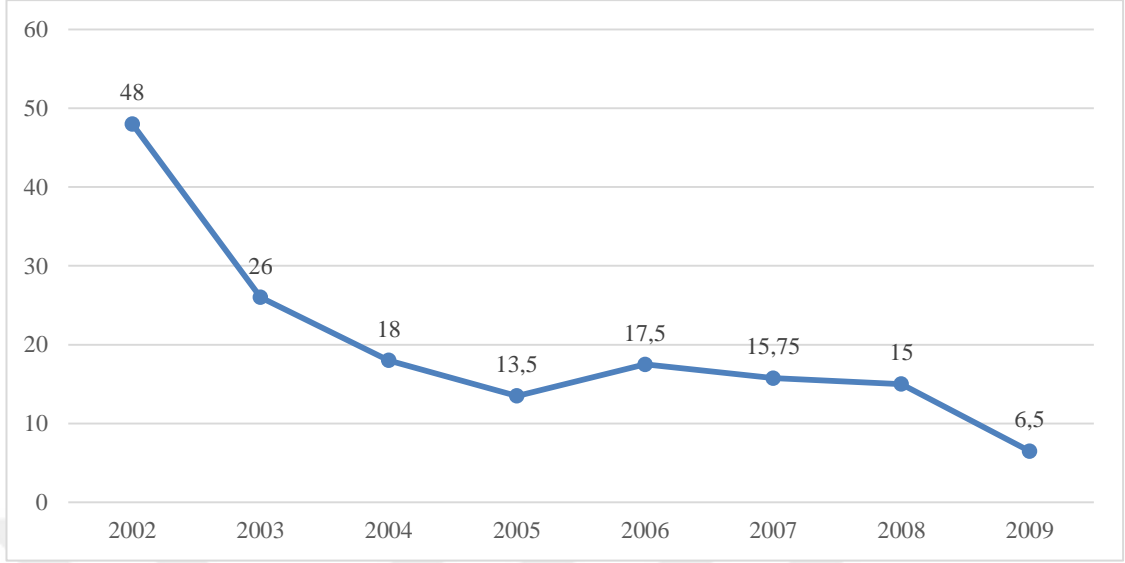
ve yurtiçi talebinde gerilemeye yol açmıştır. Bu durum doğrudan ve dolaylı olarak döviz kuru üzerinden fiyatlara geçiş etkisini zayıflatarak yıllık enflasyona olumlu etki yapmıştır. Bu gelişmeler sonucu, 2009'da enflasyon beklentileri de hedef seviyenin altında gelmiştir (Işık, 2015: 94).

Hazine 2008 yılında piyasadan likidite çekmesi sonrası yılın ikinci yarısında piyasayı fonlayacak duruma gelmiştir. 2009 yılında kurumların bazılarında likidite fazlası bulunurken diğerleri likidite açığı yaşamıştır. Merkez Bankası bu nedenle piyasaya bir haftalık ve üç aylık repo ihaleleri ile likidite sağlamış, diğer taraftan piyasada kalan fazla likiditeyi bünyesindeki BPP'deki depo işlemleri ve BİST'te ters repo işlemleri ile gecelik vadede geri almıştır. Neticesinde TCMB net anlamda piyasayı fonlamıştır (TSPB, 2011: 13-14).

Bu dönemde TCMB'nin temel hedefleri arasında fiyat istikrarını sağlamak, yabancı para talebini ve likidite ihtiyacını karşılamak olmuştur. 2008 krizinde başlanan faiz indirimleri 2009 yılında da sürdürülmüş, ayrıca enflasyon aşağı yönlü seyretmiştir. İç ve dış talebin düşük kalması faiz indirimleri üzerinde baskı oluşturmamıştır. Bu dönemde fiyat istikrarının yetersiz oluşunun anlaşılmasından sonra TCMB, finansal istikrarı da sağlamak için 2010 yılından itibaren çeşitli politika araçlarını devreye sokmuştur. Bu politikalar geleneksel olmayan para politikaları olarak tanımlanmaktadır.

2009 yılı sonunda enflasyon, hedeflenen enflasyonun altında gerçekleşmiş ve bu durumun yakın zamanda devam edeceği öngörülmüştür. TCMB bu durumu göz önünde bulundurarak finansal istikrara katkı sağlamak ve ekonominin toparlanmasına yardımcı olmak amacıyla 2008 yılının son çeyreğinde %16,75 seviyesinde bulunan faizi, 2009 yılı sonunda %6,50 seviyesine çekmiştir. Böylece TCMB toplamda 1025 baz puan indirim gerçekleştirmiştir (Grafik 3)

Grafik 3. TCMB Faiz Oranları



Kaynak: www.tcmb.org, 2020a

2009 yılının başından itibaren Kasım 2009 tarihine kadar toplamda yapılan faiz indirimi 850 baz puan olarak gerçekleşmiştir. Bu tarihten itibaren ekonomideki olumlu gelişmelerden dolayı faiz indirimleri bir süre durdurulmuştur. Ayrıca küresel ekonomide iyileşmenin istenilen seviyede olmaması ve gelecek süreçte soru işaretlerinin olmasından dolayı Merkez Bankası faiz oranlarını düşük tutması gerektiğini göstermiştir. TCMB, 2009 yılında yaşanan küresel finansal krizden kaynaklı finansal sorunları gidermek amacıyla düşük faiz politikası ile politika faiz oranlarında hızlıca indirim yapılmıştır. 2009 yılının ortalarına doğru iç ve dış ekonomik gelişmelerin olumlu seyir etmesinden dolayı Merkez Bankası da politika faizini sabit tutmuştur. Sonuç olarak faiz oranları, Kasım 2008 tarihinde %16,25 iken Kasım 2009 tarihinde %7,75 düzeyine çekilmiştir (Yurt, 2016: 90-91).

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizinin ardından ekonomi hızla toparlanmıştır. Ancak ABD’de ortaya çıkan mortgage krizi büyük soruna dönüşerek dünyaya yayılmıştır. Birçok ülkede olduğu gibi Türkiye’de ekonomik olarak bu krizden etkilenmiştir. 2008 kriziyle birlikte merkez bankalarının en önemli politika araçları arasında yer alan faizler hızla indirilmiştir. 2010 yılından itibaren birçok ülkede olduğu gibi Türkiye’de farklı politika araçlarını devreye sokmuştur. Geleneksel olmayan para politikaları adı altında uygulanan bu politikalar günümüzde önemli bir yere sahiptir.

3.5. 2010 ve Sonrası Türkiye’de Uygulanan Geleneksel Olmayan Para Politikaları

2008 küresel krizinin ve ekonomik koşulların ortaya çıkardığı meydan okumalar karşısında merkez bankaları yeni araçları hayata geçirmiş ve para politikası çerçevesini değiştirmiştir. Geleneksel olmayan para politikalarının benimsenmesinin temel nedeni para politikası aktarım mekanizmalarındaki sorunların giderilmesi ve mevcut politika araçları ile ulaşılamayacak bir canlanma etkisi yaratabilmesidir (BIS, 2019: 10). 2010 yılından itibaren uygulanmakta olan geleneksel olmayan para politikası araçları bu başlık altında açıklanmaktadır. Türkiye’de yoğun bir şekilde kullanılan bu araçlar faiz koridoru, rezerv opsiyon mekanizması, zorunlu karşılık oranları, kredi tayinlaması ve likidite yönetimi başlıkları altında incelenmektedir.

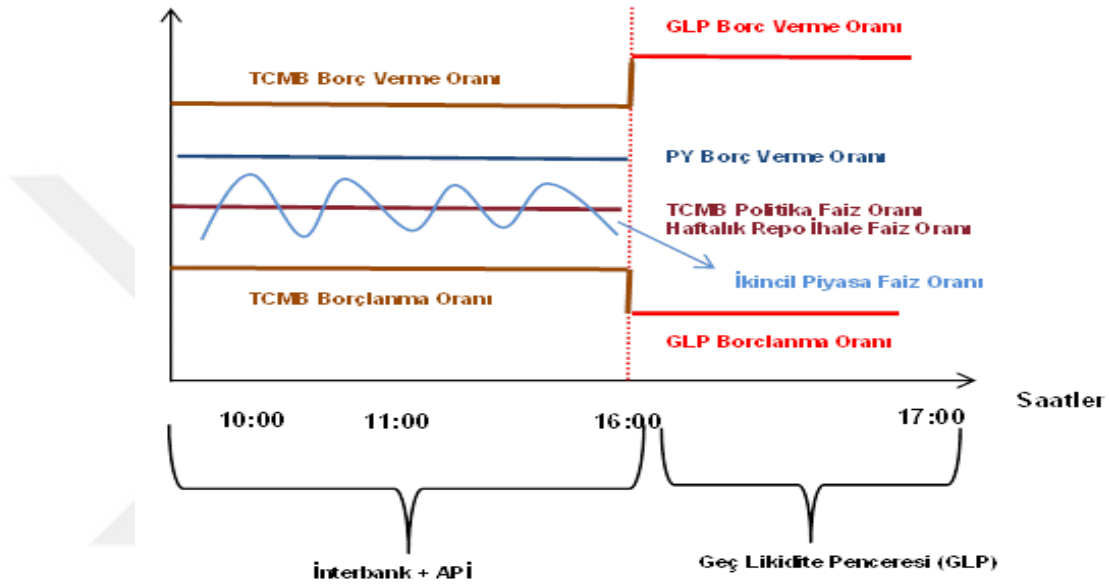
3.5.1. Faiz Koridoru

TCMB piyasadaki faizleri ve likiditeyi etkilemek için bazı araçlar kullanmaktadır. Piyasada ihtiyacı olanlara kısa vadeli (günlük veya haftalık) likidite bu araçlar ile sağlanmaktadır. Ayrıca fon fazlası bulunan bankalardan gecelik vadede borç alınabilmektedir. TCMB tarafından kullanılan faiz koridoru aracı, bankalardan gecelik vadede borç alabileceği ve borç verebileceği faiz düzeyleri arasındaki alanı ifade etmektedir (Kara, 2012: 8). Merkez bankaları politika faizini kullanmayı tercih etmedikleri durumlarda ya da müdahalede bulunmak istemedikleri zamanlarda faiz koridoru aracını kullanarak finansal sisteme bir şekilde müdahale etmektedirler (Yurt, 2016: 95).

Koridor sisteminin çalışma şekli öncelikle borç verme ve borç alma faiz oranını açıklamaktadır. Faiz koridoru uygulamasında Merkez Bankasının belirlediği üst sınır olan borç verme faiz oranı, geçici likidite sıkışıklığı sorunu yaşayan bankanın kısa vadeli borçlanmak için kabul ettiği faiz oranıdır. Merkez Bankası tarafından koridorun alt sınırı olarak belirlenen borç alma faiz oranı ise, geçici likidite fazlası olan bankanın bu fonu mevduat olarak merkez bankasına yatırmak için kabul ettiği faiz oranıdır. Ayrıca bunların dışında da politika faizi bulunmaktadır. TCMB’nin politika faizi ile borç alma faizi yani koridorun alt sınırı 20 Mayıs 2010’a kadar aynı kalmıştır. Merkez bankasının bu tarihten itibaren (2011 sonuna kadar) haftalık vadede bankalara borç verme faizi (repo faizi) politika faizi olmuştur. Faiz koridoru oluşturulurken politika

faizi de içinde kalacak şekilde belirlenmektedir (Özatay, 2012: 9). TCMB toplantı sayılarını düzenleyen torba yasasıyla her ay olmak üzere yılda on iki kez toplanan kurul, 28.01.2017 tarihinde PPK tarafından alınan kararlarla yılda sekiz kez toplanacağını ve toplantıların Merkez Bankası Başkanı'nın çağrısıyla yapılacağını duyurmuştur (Kara, 2017: 161-162).

Şekil 4. TCMB Para Politikasının Operasyonel Yapısı (Faiz Koridoru)

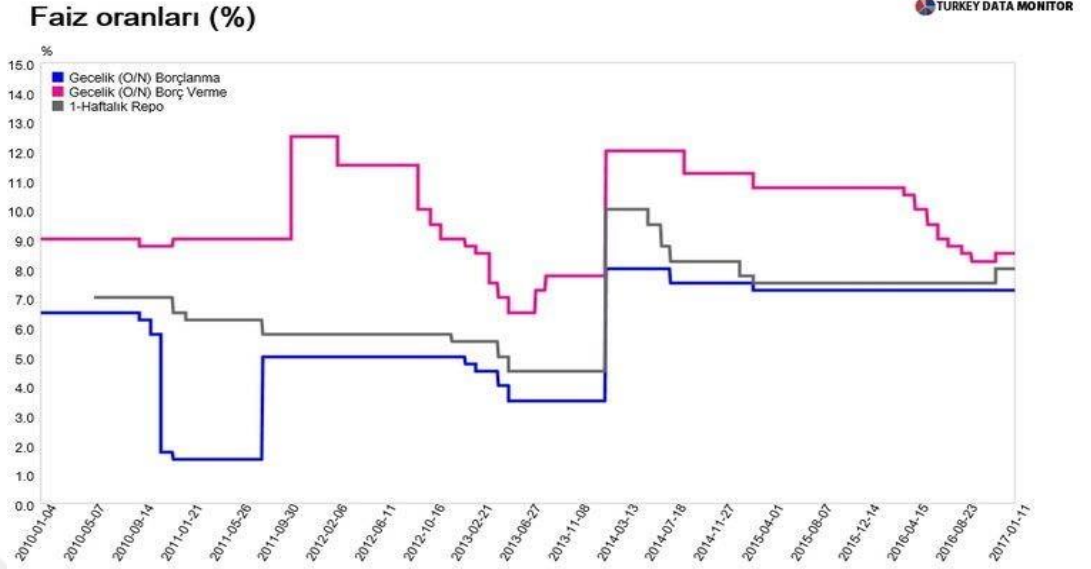


Kaynak: Kara, 2012: 8

TCMB tarafından gün içinde 10:00-16:00 saatleri arasında şekil 4'de gerçekleştirilen işlemlerde faiz koridoru tabanı "TCMB borçlanma oranı", tavanı da "TCMB borç verme oranı" olarak gösterilmektedir. TCMB duyurduğu faiz koridorunun arasında asimetrik olarak yer alan "bir hafta vadeli repo" üzerinden bankalara fonlama gerçekleştirebilmektedir (Kara, 2012: 8).

TCMB ülke ekonomisindeki belirsizliklerin ortadan kalkması ve sermaye akımlarında ortaya çıkan dalgalanmaların döviz kuru ve ekonomi genelindeki olumsuz etkilerin yumuşatılması için 2010 Aralık ayında başlattığı faiz koridoru uygulamasını 2011 Eylül ayında da Rezerv Opsiyon Mekanizmasını (ROM) ile desteklemeye başlamıştır (Oktay, 2015).

Şekil 5. TCMB Politika Faizi ve Faiz Koridoru



Kaynak: Nergis, 2018: 63

2010 yılıyla döviz kurunun iktisadi göstergelerle daha uyumlu hareket etmesi amacıyla faiz koridorunu kullanan TCMB, aynı yılın sonunda aşırı değerli TL ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin olumsuz etkilerinin azaltılabilmesi amacıyla faiz koridorunu aşağı yönde genişletmiştir (Yücememiş vd.,2015: 464). Bankalara yapılan fonlamanın miktarı bir haftalık vadede günlük olarak düzenlenebilmektedir. Bu şekilde faiz koridoru içerisinde oluşan faiz seviyesini ikincil piyasada günlük olarak ayarlanabilmesine imkân sağlamaktadır. TCMB, bu aracı kullanarak ikincil piyasada oluşan kısa vadeli faiz oranlarını, döviz kurlarını ve kredilerin büyüme hızını etkileyebilmektedir. TCMB'nin geniş faiz koridoruyla likidite politikasını birlikte kullanması, ekonominin dış şoklara karşı duyarlılığını azaltmada önemli etkiye sahiptir (Eğilmez, 2012).

Faiz koridoru aracı ile TCMB'nin sıkı para politikasına yöneldiği 2011 yılından itibaren döviz kurunda yaşanan oynaklıkları ve enflasyondaki hareketliliği engellediği söylenebilir. Ancak, 2011 yılının üçüncü çeyreğinde küresel risklerdeki bozulmaya karşı TL'de değer kaybı yaşanmış ve gıda fiyatlarında yaşanan artış enflasyonun kısa zamanda beklenenin üstünde artacağı kaygısını artırmıştır. TCMB bu doğrultuda Ekim 2011'de borç verme faiz oranını 350 baz puan artırarak faiz koridorunun yukarı yönlü şekilde genişletmiştir (TCMB, 2012d: 48).

2012 yılının başından itibaren küresel risk azalırken likidite miktarı genişletilmiş ve böylece faiz oranları bundan etkilenecek şekilde özellikle kısa vadeli faiz oranları faiz koridorunun alt sınırına yakın düzeyde tutulmuştur (Nergiz, 2018: 65). Guluzade, (2019: 95-96) çalışmasının TCMB PPK raporuna göre vurguladığı gibi Eylül 2012 yılı itibariyle uluslararası finansal sisteme yönelik risk beklentilerinde meydana gelen düşüş dikkate alınarak PPK kredi piyasalarına destek olmak amacıyla gecelik borç verme faizini Eylül'de % 10'a, Ekim'de % 9,5'e, Kasım'da % 9'a çekmiştir.

2013 yılı Ocak ayında gerçekleştirilen Para Politikası Kurulu kararında politika faizi (%5,5), gecelik faiz oranları (merkez bankası borçlanma %5'den %4,75'e ve merkez bankası borç verme faizi %9'dan %8,75'e) ve geç likidite penceresi faiz oranları belirlenmiştir. Kredilerin artış hızı nedeniyle hem faiz oranlarının düşük tutulması hem de makro ihtiyati politikaların birlikteliği vurgulanmıştır. Bu nedenle faiz koridoru sınırlı bir düzeyde indirilmiş, zorunlu karşılıklar ise sıkılaştırıcı biçimde uygulanmıştır (TCMB, 2013c).

2014 yılının ortalarında bir hafta vadeli repo ihale faiz oranında arka arkaya indirimler yapılmıştır. Bu kararın alınmasının nedeni ise risk primlerinin azalması, küresel likidite koşullarında düzelme olması ve döviz kurunun enflasyon üzerinde oluşturduğu birikimli etkilerinin azalmasıdır (Nergiz, 2018: 66). Bu amaçla PPK, 2015 yılının ilk ayı içerisinde bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını %7,75'e, Şubat ayında ise %7,5'e çekmiştir. Ocak 2015'den itibaren sabit tutulan gecelik borçlanma faiz oranı ve marjinal fonlama oranının ise 24 Şubat tarihinde sırasıyla %7,25'e ve %10,75'e indirilmiştir PPK, Mart 2015'den Aralık 2015 tarihine kadar yaptığı toplantılarda bu oranlara ilişkin herhangi bir değişiklik yapmamıştır (TCMB, 2016).

2016 yılında küresel piyasalarda yaşanan oynaklıkların azalması ve politika araçlarının aktif bir şekilde kullanılması faiz koridoruna olan ihtiyaç azalmıştır. 2016 yılı Mart-Eylül döneminde enflasyonist baskıların azalması sonucu finansal koşullardaki sıkılık ve global çapta piyasalar üzerinde yaşanan ılımlı seyri TCMB'nin sadeleşmesine gitmesine olanak vermiştir. Gecelik borç verme faizleri Mart ayında 10,25 seviyesinden 8,25 seviyesine indirilmiştir. Mart ayında koridor genişliği 350 baz puan iken Eylül ayında 100 baz puana kadar daraltılmaya gidildiği görülmektedir. Bu dönemde gecelik borç ama faizi ve haftalık repo faizi 7,25 ve 7,50 seviyesinde tutulmuştur (TCMB, 2017a: 32).

TCMB, 2016 yılına kadar yılda sekiz kez toplanan PPK toplantı sayılarını 27.01.2017 tarihinde aldığı kararla yılda sekiz kez olarak değiştirmiştir. 2016-2017 döneminde ekonomik aktivitelerden olumlu sonuçlara ulaşılmıştır. Neticesinde ekonomide kısmî bir toparlanma işaretleri görülmüştür. Ülkedeki iç talebin zayıf seyretmesi ve bu duruma bağlı olarak toplam talepte düşüş yaşanması enflasyonu aşağı yönlü çekilmesini sağlamıştır. Ancak, Aralık ayında yapılan son PPK toplantısından sonra döviz kurlarında önemli hareketlilik yaşanmış ve bu hareketliliğe bağlı olarak enflasyonun yükselme olasılığı artmıştır. Sonuç olarak 2017 yılı Ocak ayında parasal sıkılaşmaya gidilerek enflasyonda yaşanan bozulma sınırlandırılmaya çalışılmıştır. PPK bu doğrultuda koridorun üst sınırını % 8,5'ten % 9,25'e çıkartmış, politika faizinde ve gecelik borçlanma faizinde değişikliğe gitmemiştir (TCMB, 2017a: 17; TCMB, 2017b).

Faiz koridoru, döviz rezervlerinde azalma olduğu dönemlerde kurda yaşanan spekülasyon saldırılarına karşı daha sağlam ve aktif bir politika aracı olarak kullanılmıştır. Ancak daha sonra piyasalarda risk algısının normal düzeylere gelmesi, gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının parasal gevşemeye yönelmeleri, yavaşlayan ekonomik büyümeyi teşvik etmelerinden dolayı üst bant kullanılmayacak duruma gelmiştir. Bu durum TCMB'nin döviz piyasasında faiz koridoru ile sağladığı esnekliğin azalmasına neden olmuştur. Buna karşı TCMB, rezerv opsiyon mekanizmasını tasarlamıştır (Yücel ve Serbest, 2012: 15).

Ayrıca kredi arzı üzerinde TCMB'nin faiz koridorunu, makro ihtiyati bir araç olarak da kullanabileceği görülmüştür. Dolayısıyla kriz esnasında ve sonrasında meydana gelen ve süratli gelişen ortamda ekonominin daha da kötüye gitmesini engelleyerek birçok merkez bankası gibi TCMB'de etkili bir koridor uygulamasıyla piyasalara etki edebilmiştir (Duramaz ve Dilber 2015: 36).

Faiz koridoru politikasının bu çerçevede TCMB tarafından kullanılan ve önemini sürdüren bir araç olduğu söylenebilir. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin ardından faizler belirli bir seviyede seyretmiştir. Ardından 2008 krizi nedeni ile faizler tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de faiz oranları indirilmiştir. 2013 yılında ise faiz oranları bu dönem içerisinde en düşük seviyelere kadar indirildiği görülmektedir. Daha sonraki zaman içerisinde faiz oranlarında genellikle artış yaşanmış, özellikle 2018 ve 2019 yılları için ülkede yaşanan durumlardan ötürü ciddi bir şekilde artırılmıştır. 2018

ve 2019 yıllarında alınan PPK kurulu tarafından alınan kararlar tablo 9 ve tablo 10'da aktarılmaktadır.

TCMB, 2018 yılının ilk çeyreğinde para politikasında sıkı duruşunu devam ettirmiştir. 2018 yılının Nisan ayında enflasyonun yüksek seyretmesi ve ithalat fiyatlarındaki yükseliş riskleri artırmasına dikkat çekilerek ölçülü bir parasal sıkılaşmaya gidilmiştir. 28 Mayıs 2018 tarihinde TCMB, operasyonel çerçevede sadeleşme sürecini tamamlamıştır. PPK, 2018 yılı Haziran ayında yaptığı toplantıda enflasyon ve enflasyon beklentilerinin bulunduğu yüksek seviyeler fiyatlama davranışlarının riskin devam etmesinden dolayı parasal sıkılaştırmayı güçlendirmeye karar vermiş ve bu doğrultuda politika faizi 16,5 seviyesinden 17,75 seviyesine yükseltilmiştir. Finansal piyasalarda yüksek oynaklık ve bu dönemde maliyet yönlü baskıların yaşanması enflasyona olumsuz yönde etki etmiştir. PPK fiyat istikrarını desteklemek için Eylül 2018'de bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını 17,75 seviyesinden 24'e yükseltmiştir. Alınan tüm tedbirler ve Eylül 2018 ayında gerçekleştirilen Para politikası kurulunda yapılan toplantıda alınan güçlü parasal sıkılaştırma kararı ile birlikte risk primi ve enflasyon telafisindeki düşmenin etkisi sonucu TL'de yaşanan oynaklık Eylül ve Ekim ayında gerilemesini sağlamıştır. Eylül ayında uygulanan güçlü parasal sıkılaşmadan sonra uzun vadede faizlerde belirgin bir düşüş yaşanmıştır (TCMB, 2019a: 17-19; TCMB, 2018).

TCMB, Mayıs 2018'de döviz talebini kontrol etmek ve kuru sakinleştirmek için ROM kapsamında döviz imkân oranının üst sınırını %55 seviyesinden %45'e kadar düşürüp, TL depo karşılığı döviz depo ihale tutarını 1.25 milyar dolardan 1.5 milyar dolara yükseltmiştir (Eğilmez, 2018a).

Tablo 9. 2018 Yılı Para Politikası Kurulu Faiz Kararları

%	Politika Faizi (yüzde)	TCMB Borçlanma Faiz Oranı (yüzde)	TCMB Borç Verme Faiz Oranı (yüzde)
18 Ocak	8,00	7,25	9,25
7 Mart	8,00	7,25	9,25
25 Nisan	8,00	7,25	9,25
23 Mayıs	8,00	7,25	9,25
7 Haziran	17,75	16,25	19,25
24 Temmuz	17,75	16,25	19,25
21 Eylül	24,00	22,50	25,50
25 Ekim	24,00	22,50	25,50
13 Aralık	24,00	22,50	25,50

Kaynak: www.tcmb.org.tr, 2020b

TCMB, Nisan 2018’de geç likidite penceresi faiz oranını 12,75’den 13,5’e, 24 Mayıs’ta ise %13,5’den %16,5’e yükseltmiştir. 1 Haziran 2018 tarihinden itibaren de TCMB, faiz politikasında sadeleşme sürecine girileceğini duyurmuştur. 28 Mayıs 2018’de TCMB, sadeleştirme sürecine yönelik bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının TCMB’nin politika faizi olacağını; bu oranın ise %16,5 olan hali hazırdaki fonlama faizine eşitleneceğini duyurmuştur. Faizin yükseltilmesi ve sadeleştirilmeye gidilmesi ile döviz kurunun sakinleştirilmesi amaçlanmıştır (Eğilmez, 2018b).

Tablo 10. 2019 Yılı Para Politikası Kurulu Faiz Kararları

%	Politika Faizi (yüzde)	TCMB Borçlanma Faiz Oranı (yüzde)	TCMB Borç Verme Faiz Oranı (yüzde)
23 Ocak	24,00	22,50	25,50
13 Mart	24,00	22,50	25,50
30 Nisan	24,00	22,50	25,50
19 Haziran	24,00	22,50	25,50
31 Temmuz	19,75	18,25	21,25
13 Eylül	16,50	15,00	18,00
31 Ekim	14,00	12,50	15,50
19 Aralık	12,00	12,50	13,50

Kaynak: www.tcmb.org.tr, 2020c

2018 Ağustos döneminde TL’deki oynaklık uygulanan politikaların katkısıyla yılın son çeyreğinde hızla gerilemiştir. Merkez bankası, 2019 yılının ilk bölümünde bir

hafta repo faiz oranını %24 seviyesinde tutmuştur. TCMB tarafından uygulanan sıkı para politikası döviz kurunun etkilerinin azalması ve iç talebin ılımlı seyretmesi, enflasyon olumlu bir iyileşme meydana gelmiştir (TCMB, 2020a: 17-18).

Tablo 10’da belirtildiği üzere PPK Temmuz 2019 toplantısında politika faizini %24’ten %19,75’e indirmiştir. Yılın ikinci yarısında işlenmemiş gıda ve enerji fiyatlarının düşmesi, TL’de istikrarın yanı sıra enflasyon beklentilerinin iyileşmesiyle birlikte özellikle temel mal ve gıda gruplarının katkısıyla belirgin düşüş olmuştur. 2019 yılının son döneminde enflasyonun iyileşmesi, TL’nin istikrarlı seyretmesi, iç talepte ve üretici fiyatlarında yaşanan gelişmelere bağlı olarak enflasyon ılımlı seyretmiştir. PPK bu doğrultu da hareket ederek politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını Eylül 2019’da 19,75’ten 16,50’ye, Ekim 2019’da 14’e Aralık 2019’da %12’ye çekmiştir (TCMB, 2020e: 17-18; TCMB, 2019c; TCMB, 2019d; TCMB, 2019e; TCMB, 2019f).

3.5.2. Zorunlu Karşılıklar

Zorunlu karşılıklar, bankalar tarafından toplanan mevduatların TCMB’de belirlenen oran üzerinden rezerv olarak bulundurmaya zorunda oldukları mevduatı ifade etmektedir. Ayrıca bankalar genelde mevduata dayalı kredi vermektedir. Bu durumdan dolayı bankaların zorunlu karşılık oranlarının arttırılması halinde kredi kaynakları düşmektedir. Dolayısıyla bankalar kredi kullanımını için kaynak arayışına girebilmekte ve merkez bankasından borçlanabilmektedir. Fakat göz önünde bulundurulması gereken nokta bankalardaki mevduatların vadesi ortalama elli gün iken, Merkez Bankası tarafından sağlanan fonun vadesi sadece bir haftalıktır (Başçı ve Kara, 2011: 13).

Merkez bankasının zorunlu karşılık oranlarını arttırması, bankaların uzun vadeli olan mevduat kaynaklarının belirli bir bölümünü kaybetmesi anlamına gelmektedir. Böyle bir durumun oluşması halinde bankalar, merkez bankasından veya çeşitli fon desteği sağlayabileceği alanlarda faiz riski ile karşılaşmaktadırlar (Kartaloğlu, 2019: 116-117). Tablo 11’de TCMB küresel finansal krizinden sonra uygulanan TL ve yabancı para(YP) zorunlu karşılık oranları gösterilmektedir.

Tablo 11. Zorunlu Karşılıklar Oranı

Türk Lirası	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Mevduat ve Katılım Fonu (Yurt dışı bankalar mevduatı/Katılım fonu hariç)											
-Vadesiz, İhbarlı, 1 aya kadar (1 ay) vadeli	5	8	16	16	11,25	11,5	11,5	11	10,5	8	7
-Vadesiz, İhbarlı, 3 aya kadar (3 ay dahil) vadeli	5	7	13	13	11,25	11,5	11,5	11	10,5	8	7
-6 aya kadar (6 ay dahil)	5	7	9	8	8,25	8,5	8,5	8	7,5	5	4
-1 yıla kadar vadeli	5	6	6	6	6,25	6,5	6,5	6	5,5	3	2
-1 yıl ve daha uzun vadeli	5	5	5	5	5	4,5	4	4	4	1,5	1,0
Diğer Yükümlülükler (Yurt dışı bankalar mevduatı/katılım fonu dahil)											
-1 yıla kadar (1 yıl dahil) vadeli	5	8	13	11	11,25	11,5	11,5	11	10,5	8	7
-3 yıla kadar (3 yıl dahil) vadeli	5	8	13	8	8	8	8	7,5	7	4,5	3,5
-3 yıldan uzun vadeli	5	8	13	5	5	5	4,5	4	4	1,5	1,0
Yabancı Para											
Mevduat ve Katılım Fonu (Yurt dışı bankalar mevduatı/Katılım fonu hariç)											
-Vadesiz, İhbarlı, 1 aya kadar, 6 aya kadar ve 1 yıla kadar vadeli	9	11	11	11,5	13	13	13	12,5	12	12	12
-1 yıl ve 1 yıldan uzun vadeli	9	11	11	9	9	9	9	8,5	8	8	8

Kaynak: Kartaloğlu, 2019: 117 ve www.tcmb.gov.tr, 2020f'den elde edilmiştir.

Zorunlu karşılıkların kullanılmasındaki amaç genellikle kredi arzındaki beklenmedik değişimleri kontrol etmektir. Türkiye'ye sermaye girişinin artmasına bağlı büyüyen kredi arzını sınırlandırmak için zorunlu karşılık oranları artırılabilir. Bu

durumun tersi olması halinde sermaye girişlerinin hızla düşmesine bağlı kredi arzındaki hızlı kısılmaları önlemek amacıyla zorunlu karşılık oranları azaltılabilmektedir (Ersoy ve Işıl, 2016: 361).

Ayrıca, zorunlu karşılıklar hem bir finansal istikrar aracı hem de fiyat istikrarını sağlamaya yönelik bir geleneksel olmayan para politikası aracı olarak da kullanılabilir. Zorunlu karşılıkların böylesi farklı amaçlar için kullanılması birtakım avantajlar ve dezavantajlar da yaratmaktadır (Glocker ve Towbin, 2012). TCMB küresel kriz sonrası dönemde özellikle 2010-2013 yılları arasında zorunlu karşılık oranlarında değişikliğe giderek temel hedef olan fiyat istikrarı ve finansal istikrarı sağlamayı amaçlamıştır. Bu amaca ulaşmak için aynı şekilde faizlerde de değişikliğe gidilmiştir. 2010 ve 2011 yılları arasında ülkeye sermaye girişlerinin artması ile bunun önüne geçmek için faizler düşürülmüş, finansal istikrar içinde zorunlu karşılıklar artırılmıştır. 2011-2012 yılları arasında ise tam tersi yönde politika izlenmiştir. 2012 ile 2013 yılları arasında ise zorunlu karşılık oranlarında zaman zaman artış uygulanmış faizler tekrar düşürülmüştür (Böcüoğlu, 2015: 7).

Türkiye’de 2016 ve 2017 yılı başlarında döviz kurunda artış olması ve sermaye piyasalarında yaşanan aşırı dalgalanma, TCMB’nin temel hedefi olan fiyat istikrarını tehdit eder duruma getirmiştir. Bu etkiyi sınırlandırmak için TCMB, Türk lirası ve yabancı para olarak tutulan zorunlu karşılıkların vade yapısında değişikliğe gitmiştir. Diğer yandan zorunlu karşılıklara faiz ödenmeye başlanmış ve zorunlu karşılıklar kapsamında tutulan likiditenin bir kısmı da piyasaya arz edilmiştir (Teber, 2018: 58-59).

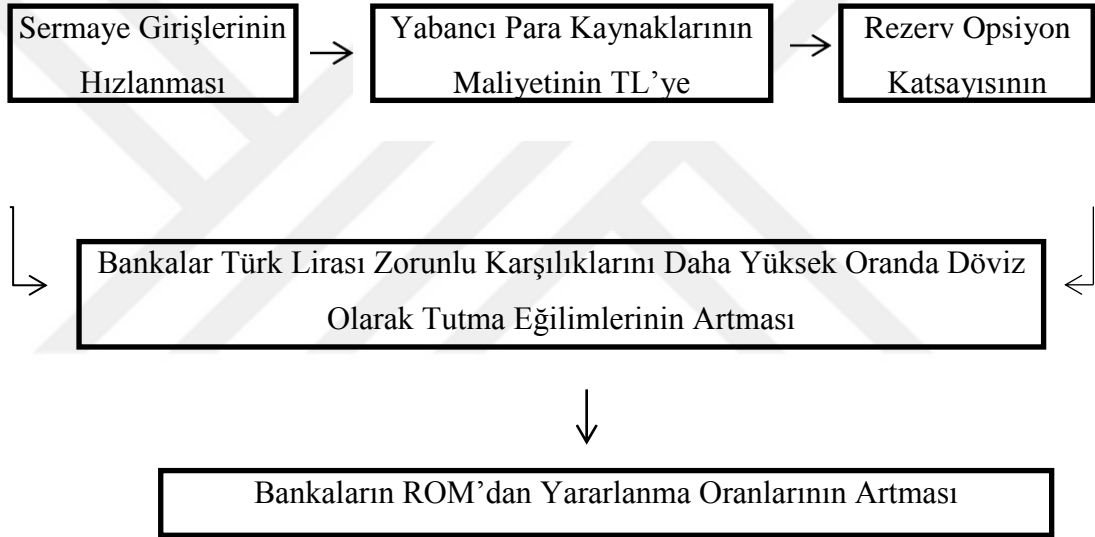
Enflasyon hedeflemesine dayalı politika faizi fiyat istikrarını sağlamada yeterli olmakla birlikte küresel finansal krizle finansal istikrarın sağlanması bu politika yetersiz kaldığı görünmüştür. Küresel finansal krizden sonra uygulanan politika araçlarından biri de 2010 yılına kadar aktif bir şekilde kullanılmayan zorunlu karşılıklar olmuştur. Finansal istikrarı üzerinde ve sermaye dalgalanmaları ile mücadele edebilmek için kullanılmıştır.

3.5.3. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)

ROM ile bankalara TL cinsinden olan zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdesini altın ve yabancı para cinsinden tutabilmesi olanağı verilerek hem bankaların kendi optimizasyonunu yapabilmesi hem de merkez bankasının otomatik dengeleme

yapabilmesi gerçekleştirilmiş olacaktır (Alper vd., 2012). Şekil 6’de gösterildiği gibi mekanizmanın işleme durumu merkez bankası nezdinde yabancı paranın bir kısmı TL zorunlu olarak tutulması, TL üzerindeki değerlenme baskısını azaltmaktadır. Bu mekanizmanın aksine sermaye girişlerinin yavaşlaması durumunda yabancı para kaynaklarının maliyeti TL’ye oranla artmaktadır. Ayrıca yurtdışı fonlarına erişim zorlanacağı için ROM kullanımı düşmektedir (Ergin ve Aydın, 70: 2017). ROM uygulamasının kullanım tercih oranı, sermaye girişlerinin hızlandığı veya yavaşladığı dönemlerde farklılaşmaktadır. Şekil 6’da bu durum aşamalı bir şekilde gösterilmiştir.

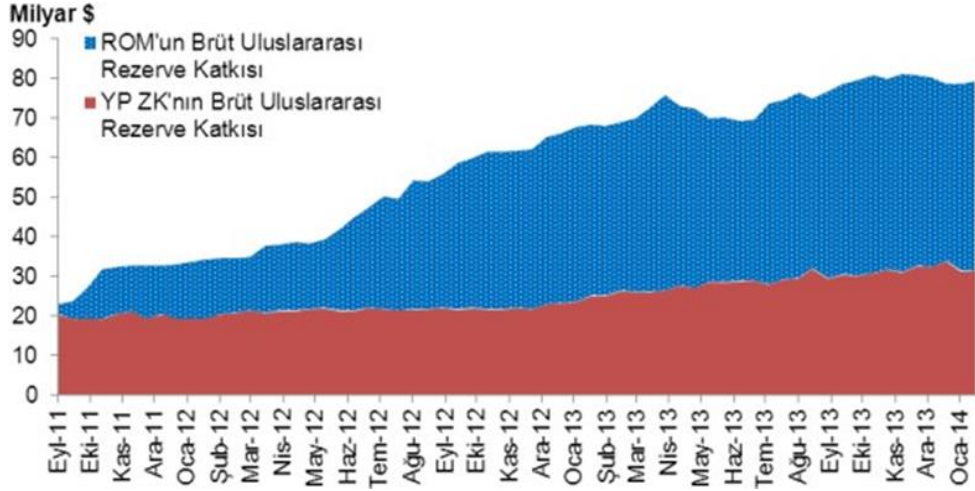
Şekil 6. Sermaye Girişleri ve ROK Çalışma mekanizması



Kaynak: Ergin ve Aydın, 2017: 70

ROM uygulaması özellikle sermaye girişlerinin döviz kuru ve yabancı para cinsi krediler üzerindeki olumsuz etkilerinin TL’yi sınırlı ölçüde ya da hiç etkilemeden azaltabilmesinden dolayı benzer diğer araçlara göre önemli bir yeri bulunmaktadır. Ayrıca ROM uygulaması yastık altı birikimin ekonomiye kazandırılmasında yardımcı olmaktadır. Böylelikle ekonomide tasarrufların yatırımlara dönüşmesine katkı sağlamaktadır. Bu durum da finansal istikrar için pozitif fayda sağlamaktadır (Ergin ve Aydın, 73: 2017).

Grafik 4. Yabancı Para - Zorunlu Karşılık ve ROM' un Brüt Rezerve Katkısı



Kaynak: Ergin ve Aydın, 2017: 72

Bankaların bu uygulamayı efektif bir şekilde gerçekleştirilebilmesine uygun bir ortam sağlanmıştır. Aşağıdaki grafikte ROM uygulamasının rezervleri arttırdığı gösterilmektedir. Grafikte yabancı para ve zorunlu karşılıkların brüt uluslararası rezerve katkısı yıllar itibari ile düşük bir artış eğilimi göstermektedir. Ancak grafik 4'de görüldüğü gibi Eylül 2011 yılından Ocak 2014 yılına kadar geçen zaman içerisinde ROM'un brüt uluslararası rezerve katkısında önemli bir artış sağlanmıştır. ROM'un rezervleri yukarı çıkarması ülke ekonomisinde finansal istikrarın sağlanması ve kırılganlığın azalması olumlu katkı yapmaktadır (Ergin ve Aydın, 72-73: 2017).

ROM, Merkez Bankasına finansal istikrarın sağlanmasında iki önemli katkı sağlamıştır. ROM uygulamasının ilk önemli katkısı ROM uygulaması ilk günden itibaren, TL volatilitisini azaltmasıdır. Ayrıca TCMB'nin döviz rezerv yönetimi üzerinde de etkin olmasını sağlamaktadır. ROM uygulamasının diğer önemli katkısı ise; sermaye hareketlerinde ve döviz kurundaki gelişmeler ile bağlantılı bir durumdur. Merkez Bankası bu durumda piyasada değişen koşullara ve maliyete göre Optimal Rezerv Opsiyon Mekanizması ve ilgili kullanım oranını belirleyebilmektedir (Teber, 2018: 62-63).

Rezerv opsiyon mekanizması, bankacılık sektörüne sağladığı başka bir imkân kısa vadeli TL Swap işlemleridir. Bankalar kısa vadeli kur takası işlemleri üzerinden TL ihtiyaçlarını karşılayabilme imkânına sahiptir. ROM uygulaması ile bu tür takas işlemlerine duyulan ihtiyaç azalmaktadır. Ayrıca sermaye hareketlerinin oynaklığının

azaltılması kısa vadeli sermaye hareketlerini azaltabilmektedir. TL Swap işlemlerinin azalmasıyla birlikte toplanan yabancı kaynakların ROM uygulaması için kullanılması yabancı para kredi büyümesini de sınırlı tutmaktadır (Serel, ve Özkurt, 2014: 65).

Küresel finansal krizden sonra uygulanmaya başlanan bir diğer politika aracı rezerv opsiyon mekanizmasıyla finansal istikrar sağlanmaya çalışılmaktadır. Ekonomi açısından önemli olan bu uygulama TCMB'nin döviz rezervlerini artırmaya katkı sağlamaktadır. Bu uygulamanın kullanımı ile döviz kurları üzerinde istikrarın sağlanması desteklenmektedir.

2015 yılında PPK enflasyon düşüşünün kalıcı olması amacıyla enerji ve gıda fiyatlarında meydana gelen dalgalanmayı dikkate alarak ölçülü politika yaklaşımından taviz vermemiştir (TCMB, 2015: 37). Bu amaçla PPK, 2015 yılının ilk ayı içerisinde bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını %7,75'e, Şubat ayında ise %7,5'e çekmiştir. Ocak 2015'den itibaren sabit tutulan gecelik borçlanma faiz oranı ve marjinal fonlama oranının ise 24 Şubat tarihinde sırasıyla %7,25'e ve %10,75'e indirilmiştir PPK, Mart 2015'den Aralık 2015 tarihine kadar yaptığı toplantılarda bu oranlara ilişkin herhangi bir değişiklik yapmamıştır (TCMB, 2016a).

3.5.4. Kredi Tayınlaması

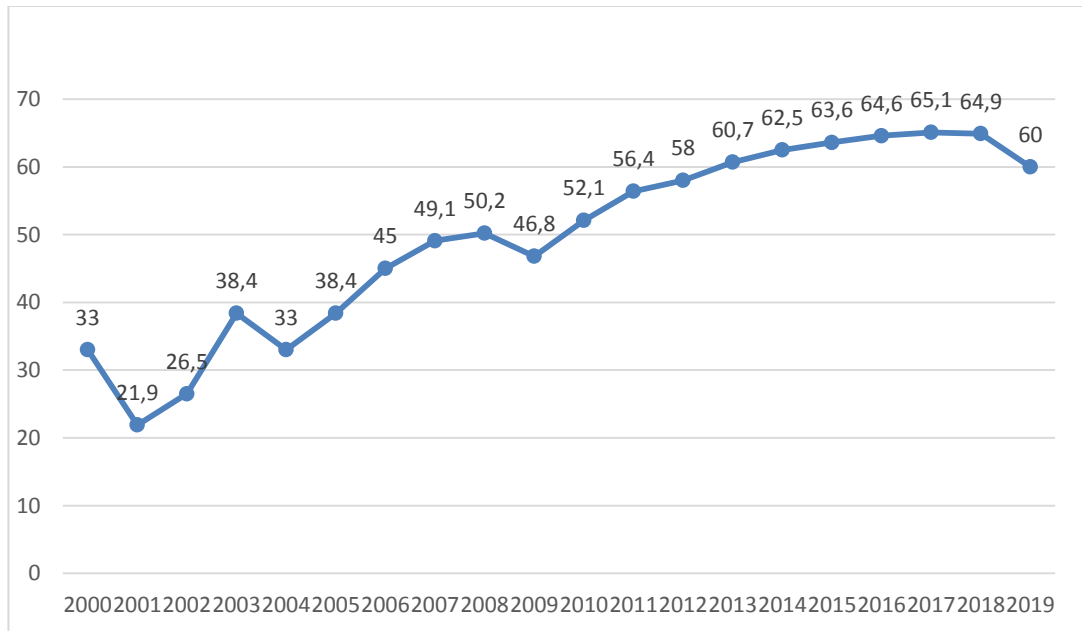
Kredi tayınlaması kredi verenin faizleri yükselterek, ters seçim ve ahlâkî tehlike gibi bilgi temelli bir soruna yol açmaması çabası ile ortaya çıkmaktadır. Buna karşılık, ödünç verilebilir fon miktarı, yatırım düzeyi ve reel iktisadi faaliyetlerde azalmaya yol açabilmektedir (Aras ve Müslümov, 2004). Asimetrik bilgi, ters seçim ve ahlaki tehlike yaklaşımları üzerinden açıklanabilir (Ghosh vd, 1999). Kredi tayınlaması kredi talep edenlerin yüksek faiz önermesi durumunda kredi kurumu tarafından hiç kredi tahsis etmemesi veya kredi kurumu tarafından kredi talep eden işletmelerin istenilen miktarın altında kredi tesis etmesi ile ortaya çıkmaktadır (Fidan, 2011: 46).

2001 kriziyle Türk bankacılık sektörünün yapılandırılması sürecinde köklü değişimlere gidilmiştir. Ülkenin yapılandırma sürecine girmesi bankaların sorunlu kredilerinden biri olan takipteki krediler üzerinde de etkili olmuştur. TMSF (Kamu ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu) tarafından sistemde sorunlu bankaları kendi bünyesine katması yöntemi ile konsolidasyon süreci yaşanmıştır. TMSF ayrıca bankaların öz kaynaklarını arttırmış ve sermaye yeterliliklerini güçlendirmiştir. Bu olumlu gelişmenin

yaşanması bankacılık sektöründe yer alan kredilerin toplam aktifler içerisindeki payının artmasına ve toplam krediler içinde takipteki kredilerin azalmasına imkân vermiştir. 2002 yılından sonra kredilerin aktifler içindeki payı yükselmiştir. Bankaların sorunlu aktiflerinden biri olan takipteki kredilerin toplam krediler içerisindeki payı ise sürekli azalma eğiliminde olmuştur (Köksel ve Yöntem, 2014: 124).

Grafik 5’de gösterildiği gibi 2002 Mart ayı itibariyle kredilerin toplam aktiflerde yer alan payı %21 düzeyinde iken 2008 Eylül ayında %54,3 düzeyine çıkmıştır. Küresel krizden sonra kredi oranı 2009 Aralık ayında %47,7 düzeyine kadar inmiştir (Karahan ve Uslu, 2018: 12-13). 2009 yılından 2013 yılına kadar TCMB, politika faiz oranlarını düşürmesinden kaynaklı bankaların kredi kullandırma maliyetleri azalmıştır. Ayrıca TCMB, 2009 yılından 2013 yılına kadar TL ve YP zorunlu karşılık oranlarını artırarak dengeleme içine girmiştir. 2009 yılında kredilerin toplam aktifler içerisindeki payı %50’nin altında iken (%46,8) 2017 yılına kadar sürekli bir şekilde artarak %65,1 düzeyine kadar çıkmıştır. 2018 yılında ise kredilerin toplam aktifler içerisindeki payı %64,9 düzeyinde gerçekleşmiştir. TCMB politika faizi ve zorunlu karşılıklar politikası ile birlikte kredilerin toplam aktifler içerisindeki payında kontrollü bir artışın olmasında etkili olmuştur (Kartaloğlu, 2019: 125).

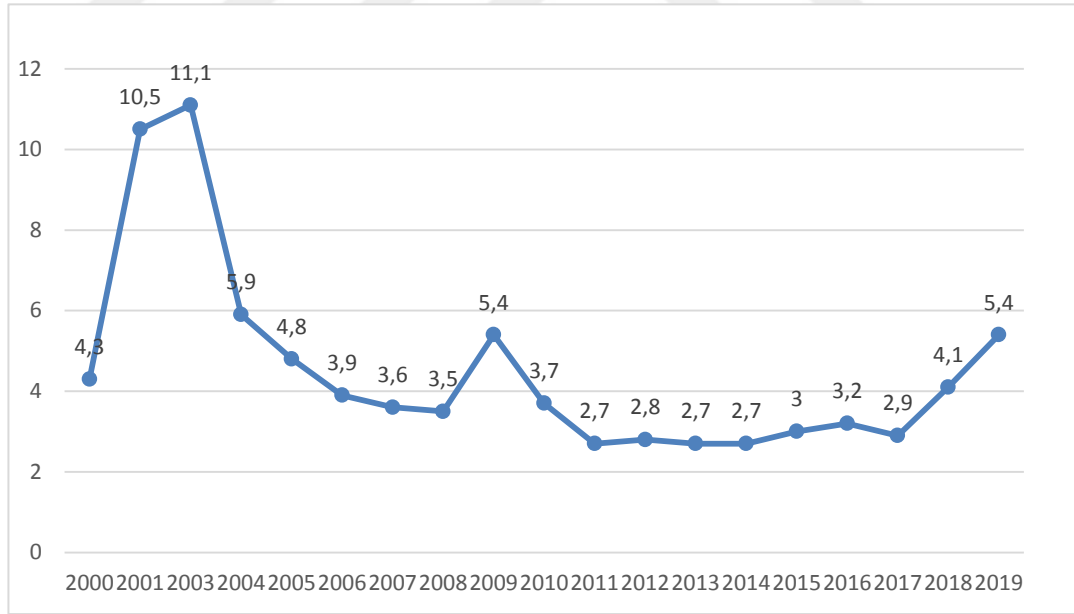
Grafik 5. Toplam Kredilerin Toplam Aktifler İçindeki Payı



Kaynak: Kartaloğlu, 2019: 125; www.tbb.org.tr, 2020'den birleştirildi.

Grafik 6'da yer alan takipteki kredilerin toplam krediler içerisindeki payı 2002 Mart ayında %35,5 olarak gerçekleşmiştir. Akabinde bankacılık sisteminin bu dönem içerisinde yapılandırılmasıyla bu pay azalarak 2004 Haziran ayında %6,5 düzeyine, 2008 Mart ayında %3 düzeyine kadar gerilemiştir. Bu dönem itibariyle küresel finansal krizin etkisi sonrası takipteki kredilerin düzeyi artması ile 2009 Aralık ayında %5,4 düzeyinde gerçekleşmiştir (Karahan ve Uslu, 2018: 12-13). TCMB politika faizinin 2010 yılından 2013 yılına kadarki süreçte düşmesiyle, takipteki kredilerin toplam krediler içerisindeki payı %2,7 düzeyine kadar inmiştir. TCMB, 2015 yılından itibaren politika faiz oranlarını artırması ve ekonomide yaşanan yavaşlamanın etkisiyle takipteki kredilerin toplam krediler içerisindeki payı 2016 yılında %3,2 düzeyinde iken 2018 yılında %4,1'e kadar çıkmıştır. TCMB, politika araçları ve bankaların fona ulaşım maliyetlerini düşürmüştür. Bu durumun neticesinde kredilerin büyüme hızının arttığı dönemlerde, takipteki kredilerin toplam krediler içerisindeki payının azalmasında etkili olmuştur (Kartaloğlu, 2019:129).

Grafik 6. Takipteki Kredilerin Toplam Krediler İçindeki Payı (%)



Kaynak: www.tbb.org.tr, 2020

Yapılandırma süreciyle birlikte siyasi ve ekonomik belirsizliklerin azalması halinde asimetrik bilginin azalması kredi tayinlemesine başvurulmadığı şekilde de algılanabilir. Bankacılık sektöründe denetim faaliyetlerinin artması ve kredibilitesi

yüksek ve kredibilitesi düşük müşteri ayırımı sağlayan kredi riski yönetimine uygun şekilde yürütülmesi sektörün etkinliğini arttırmaktadır. Bunun sonucunda ekonomik büyümenin temelini oluşturan kredi piyasası daha da sağlıklı bir yapıya kavuşmaktadır (Köksel ve Yöntem, 2014: 125). Toplam kredilerin içerisinde yer alan takipteki kredilerin payının artması durumunda bankalar, toplam aktifler içindeki kredilerini azaltarak kredi tayinlemesine gitmektedir. Türk bankacılık alanında kredi verme davranışı üzerine takipteki krediler oranının toplam krediler oranının üzerindeki olumsuz etkisinin son yıllarda azaldığı görülmektedir. Bu sonuç, küresel kriz sonrası takipteki kredilerin esnekliğinin azaldığını göstermektedir. Bundan dolayı kredi tayinlemesi teorisinin etkisi zayıflamaktadır (Karahana ve Uslu, 2018: 19).

2001 kriziyle birlikte yapılandırma sürecine giren bankacılık sektörü köklü değişiklikler sonrası takipteki kredilerin üzerinde olumlu etki etmiştir. 2008 kriziyle birlikte takipteki kredilerin toplam krediler içindeki payı %5 seviyelerine çıkmış takip eden yıllarda yüzde 3 civarında seyretmiştir. 2018 yılında ise ekonomide özellikle konut sektöründe yaşanan durgunluk kredilerin geri ödenememe durumunun artmasında etkili olmuş, tekrardan yüzde 5 seviyelerine çıkmıştır.

3.5.5. Likidite Yönetimi

TCMB'nin 2008 krizinde sonra yoğun olarak kullanmaya başladığı geleneksel olmayan para politikası araçlarından likidite yönetimi, kısa vadeli faizleri kontrol altında tutabilme noktasında önemli bir yere sahiptir (Güler, 2009: 9). TCMB likidite yönetiminde faiz koridoru uygulaması koruyup aktif bir para politikası aracı olarak uygulamıştır. Likidite yönetiminde kullanılacak araçlarının türleri ve vadeleri piyasada oluşan likidite düzeyine ve ekonomik konjoktüre göre belirlenmektedir. Eğer piyasada yeterli düzeyde likidite fazlası ya da açığı var ise likidite yönetiminin gecelik, bir hafta ve bir ay vadeli açık piyasa işlemleri yoluyla yürütülmesi etkili olabilmektedir. Bununla birlikte yüksek düzeyde likidite fazlası veya açığı para politikası aktarım mekanizmasını olumsuz etkilemektedir. Bankacılık sisteminde aşırı likidite fazlası oluşması durumunda TCMB kredi koşullarını gevşetmektedir. Bu durumda krediler çok hızlı artmakta, likidite açığında ise bankacılık sistemi aşırı temkinli davranmaktadır. Dolayısıyla da kredi koşullarının sıkılaşmasına yol açmaktadır. (TCMB, 2012c: 21-22). Merkez bankaları piyasa koşullarının değişmesi ve finansal alanda yaşanan entegrasyonla

birlikte farklı araç ve politikalar uygulayarak piyasaları yönlendirmeye çalışmıştır. Merkez bankaları tarafından kullanılan araçlarının çokluğu ile piyasaları varlık, krediler ve beklentiler kanalı ile etkileyen karar vericiler, piyasada bir likidite yönetimi gereksinimini ortaya çıkarmıştır (Teber, 2018: 63).

2001 yılında kamu ve TMSF nezdinde bulunan bankalardan TCMB tarafından satın alınan Devlet Borçlanma Senetleri (DBS) ve daha sonraki döviz alışlarının artması, Mayıs 2008'e kadar süren likidite artışına yol açmıştır. Bu tarihten itibaren likidite açığı ortaya çıkmış ve bu açık sonraki dönemde de devam etmiştir. Mayıs 2008'den önce oluşan likidite fazlasını TCMB, bazı dönemlerde vadeli Türk Lirası depo işlemleri ve likidite senetleri yoluyla veya gecelik vadede BPP'deki TL depo işlemler ve Borsa İstanbul Repo-Ters Repo Pazarı'ndaki ters repo işlemleri yoluyla piyasadan toplamıştır. Bunun neticesinde 2001 krizinden sonra oluşan fazla likidite TCMB tarafından gecelik vadede ilan edilen borçlanma faiz oranı, gösterge faiz oranı vasfı edinmiştir. TCMB, net likidite fazlasının 4-5 milyar TL'nin altına gerileyen piyasayı, 2008 yılı Mayıs ayında düzenli bir şekilde gerçekleştirilen bir hafta vadeli repo ihaleleri ile gün sonunda en az 4-5 milyar TL likidite fazlası oluşacak şekilde ihtiyacın üstünde fonlamıştır. Merkez bankası piyasada kalan likidite fazlasını ise gün sonunda gecelik işlemler yoluyla çekmiştir. Bu sayede TCMB, gecelik faiz oranlarının borçlanma faiz oranına yakın olmasını sağlayarak borçlanma faiz oranının piyasalarda gösterge olma özelliğini sürmüştür (TCMB, 2009: 21- 22).

TCMB'nin kullandığı araçları çeşitlendirmesi veya vadeleri uzatması, likidite yönetimi etkinliğinin arttığını göstermektedir. BİST gecelik faizi ile TCMB ortalama fonlama faizi arasındaki fark 2010 yılında uygulanmaya başlanan etkin bir likidite yönetimi ve geniş faiz koridorunun etkisiyle genişleyerek dalgalı hale gelmiştir. Bu durumun nedenleri arasında yeni para politikası uygulamaları sonucu TCMB'nin döviz kuru ve kredi kanallarını ayrı ayrı etkileyebilmesi için politika araçlarını kullanabilmesidir. Bu doğrultuda politika faizinin yanı sıra likidite yönetimi gibi diğer mevcut para politikası araçlarının da kısa vadeli faizler ve faiz farkı üzerinden etkilerinin önemini göstermektedir (Teber, 2018: 64).

2008 krizinden sonra finansal anlamda istikrarsızlıkların yaşanması birçok kurumun iflas etmesine yol açmıştır. Bunun sonucunda likidite yönetiminin önemi daha çok anlaşılmıştır. Bankacılık sektöründe likidite açığı ya da fazlası oluşması durumunda

TCMB tarafından önlemler alınmaktadır. Ayrıca bu politikaların dışında dünyada uygulama alanı bulan geleneksel olmayan başka para politikası araçları da mevcuttur.

3.6. Dünyada Uygulama Alanı Bulan Diğer Geleneksel Olmayan Para Politikaları

Dünyada uygulanan diğer geleneksel olmayan para politikası araçları negatif faiz oranları, miktarsal genişleme ve sözlü yönlendirme başlıkları altında incelenmektedir.

3.6.1. Negatif Faiz Oranları

Küresel krizin ardından gelişmiş ülkelerin merkez bankaları krize cevap olarak kısa vadeli faiz oranlarını sıfıra yakın olacak bir seviyeye indirmiştir. Böylece geleneksel para politika araçlarının etkisiz kalması sonrası ekonominin canlandırılması amacıyla geleneksel olmayan para politikası araçları devreye sokulmuştur. Bu politika araçlarının arasına negatif faiz oranı politikası da katılmıştır. Bu politika altı merkez bankası (ECB, DN, SNB, Riksbank, BoJ, MNB)⁶ tarafından uygulanmaya başlanmıştır. DN ve SNB negatif faiz politikasını yerel paraları üzerinde değerlendirme baskısını azaltmak ve ülkeye sermaye girişlerini engellemek için uygulamıştır. ECB, Riksbank ve BoJ tarafından ise ülkede yaşanan durgunluğu engellemek için büyümenin desteklenmesini ve deflasyon olma ihtimaline karşı düşen enflasyon beklentilerini yükseltmek amacıyla uygulanmaya başlanmıştır. Bu çerçevede negatif faiz oranı uygulamasının enflasyonun yükselmesi durumunda yapışkan, düşmesi durumunda esnek olduğu ülkelerde kullanımının mümkün olduğunu belirtmek gerekmektedir. Bu politikayı uygulayan ekonomilerde henüz olumsuz bir etkisi görülmemiş olsa da ilerleyen süreçte ne ile karşılaşılacağı belirli değildir. Fakat negatif faiz oranının diğer para politikası araçları ile uygulanması politikanın etkinliğinin net olarak anlaşılmasını zorlaştırmaktadır (Baştürk ve Ertürk, 2018: 306-307).

Türkiye’de negatif ya da sıfıra yakın bir faiz oranının uygulanması enflasyon oranının % 2’ler düzeyinde olmadığı sürece uygulanması zor bir politikadır. Ayrıca Türkiye’de negatif veya sıfır seviyesinde nominal faiz oranının uygulanması tasarrufların ve yatırımların önünde büyük engel olacaktır. Dolayısıyla da büyümenin azalmasına ve

⁶ ECB: Avrupa Merkez Bankası, DN: Danimarka Ulusal Bankası, SNB: İsviçre Ulusal Bankası, Riksbank: İsveç Ulusal Bankası, BoJ: Japonya Merkez Bankası, MNB: Macaristan Merkez Bankası

işsizliğin artmasına yol açacaktır. Ülkede tasarruf ve yatırımların arttırılması gerekirken diğer taraftan da yüksek faiz oranı sebebiyle sıcak paranın meydana getirdiği olumsuzlukları önleme ikilemi ortaya çıkacaktır. Yabancı yatırımlara ve dövize gereksinimi olan Türkiye gibi ülkelerde reel faizin aşağı seyri, ülke içine girebilecek yatırımların bir müddet sonra faizin daha yüksek olduğu ülkelere kaymasına neden olacaktır (Köse vd., 2015: 336).

3.6.2. Miktarsal Genişleme

Miktarsal genişleme ekonomik büyümeyi kuvvetlendiren, işsizliği azaltan etkisi ile öne çıkarılmaktadır. Bununla birlikte menkul kıymet fiyatları üzerinde yarattığı etki ile toplumun daha varlıklı kesimlerini destekleyici şekilde de işlev görebilmektedir (King, 2020). Merkez bankasının büyük ölçekte varlık alımını içeren bu politika, politika oranı ve kısa dönem tahvil getirileri sıfır olduğunda merkez bankasına ekonominin canlandırılması olanağını vermektedir (Dell'Ariccia vd, 2018:4). Varlık alımları üzerinden ekonomiyi etkileyen miktarsal genişleme; portfolyo dengesi, politika sinyali, likidite, güven ve banka ödünçleri vb. kanallar üzerinden işlemektedir (Joyce vd, 2011). Parasal genişlemenin ortaya çıktığı yer olan ABD Merkez Bankası, bu yolla piyasada likiditenin artmasını sağlayarak ekonominin canlanmasını amaçlamıştır. Bu bir nevi para basmanın başka yoludur. Bunun nedeni para karşılığında alınan tahvil, bono gibi kağıtlardan kaynaklanmaktadır. Ayrıca bu kağıtların birçoğu Hazine kağıtlarından oluşmaktadır. Söz konusu FED bu yöntemle bankaların veya kurumların ellerindeki Hazine kağıtlarını alarak Hazine'nin borcunu üstlenmiş oluyordu (Eğilmez, 2015).

Merkez bankaları bu politika ile varlık alımları aracılığıyla piyasadaki mevcut para miktarını artırabilmektedir. Özel sektör tarafından çıkarılan tahvillerin satın alınması özel sektörde bulunan likiditenin bollaşması ile harcamaların artmasını sağlamaktadır. Özel sektörden tahvil satın alınması ticari faaliyetler ile sermaye piyasalarına olan güveni artırmakta ve borçlanmayı kolaylaştırmaktadır. Bu durum kredi piyasasına işlerlik kazandırmaktadır. Bu politikanın en büyük dezavantajı merkez bankasının bilanço büyüklüğünü kalıcı olarak etkilemesidir. Miktarsal genişleme politikasında istenilen sonuca ulaştıktan sonra sterilizasyon politikasına başvurulmaması durumunda likidite bolluğunun yaşanması enflasyonist risk ortaya çıkarabilir (Özkurt, 2016: 438-439).

Krizle birlikte genişleyici politika kapsamında kısa vadeli faizlerin düşürülmesine rağmen istenen etki yaratılamamıştır. Dolayısıyla geleneksel para politikası araçları etkisiz kalmıştır. Böylece merkez bankaları uzun vadeli varlık alımları üzerinden ilave destekleyici para politikası uygulamalarına geçmiştir. Bu çerçevede gelişmiş ülkelerin merkez bankaları finans piyasasının reel sektöre aracılık işlevini tekrardan sağlayabilmeyi ve uzun vadeli varlıkların reel getirilerini düşürebilmeyi amaçlamıştır. Geleneksel olmayan para politikaları çerçevesinde miktarsal genişleme ile sözle yönlendirme araçlarını birbirini tamamlayıcı niteliğinde kullanılmıştır. Bu durum uzun vadeli nominal faizlerin düşürülmesi sonucu tüketim ve yatırım talebinin canlanması sağlanmıştır (TCMB, 2014: 2).

3.6.3. Sözlü Yönlendirme

2008 küresel krizinin etkisiyle birlikte merkez bankaları geleneksel olmayan politikalarını uygulamaya yöneltmiştir. Bu durumdan ötürü merkez bankaları, iletişim politikaları açısından da kendilerini göstermeleri açısından önemli bir yere sahiptir. Sözlü yönlendirme başlangıçta şeffaflık için kullanılmaktaydı. Fakat dünyada yaşanan küresel kriz sonrası ek genişletici etki ortaya çıkararak uzun vadeli faiz oranlarını aşağı yönlü baskılamak, büyüme ve istihdamı desteklemek için kullanılan bir politikaya dönüşmüştür. Sözlü yönlendirme politikasına örnek olarak, 4 Temmuz 2013 tarihinde Avrupa Merkez Bankası (AMB), faiz oranlarında herhangi bir artış söz konusu olmayacağı ve düşük düzeylerde seyredeceği yönünde açıklama yapılmasından kısa bir süre sonra Avrupalı bürokratlardan bazılarının bu açıklamanın bir geçerliliği olmadığını duyurması soru işaretlerine yol açmıştır. Dolayısıyla verilmek istenen mesajın etkisi sınırlı kalmıştır. Polonya Merkez Bankası Başkanı Marek Belka, 25 Eylül 2013'te açıklama yaparak yıl sonuna kadar faiz oranlarında değişiklik yapılmayacağını açıklamıştır. Daha sonra bu ifadelere Polonya merkez bankası resmi açıklamalarında destekler nitelikte yer vermiştir. Bu açıklamalardan sonra PPK'da aynı ifadelere yer verilmesi de bu mesajı güçlendirmiştir. Sözlü yönlendirmenin etkili olması için verilen bu iki örnekte yapılan açıklamaların destekleyici olması, farklı araçlar kullanılarak da olsa iletişimin bir bütün olacak şekilde tutarlı ve uyumlu olması gerektiğini göstermektedir (Yılmaz ve Kahveci, 2014: 5-23).

Merkez bankaları para politikası araçlarının yetersiz kaldığı durumlarda sözlü yönlendirme politikası aracını devreye sokmaktadır. Günümüz merkez bankacılığında iletişimin eylemin önüne geçtiği gözlenmektedir. FED dahil birçok gelişmiş ülkelerin merkez bankası politika araçları arasında olan sözlü yönlendirmeyi etkin bir şekilde kullanmaktadır. FED eski başkanı Ben Bernanke, 2016'da yayınladığı yazıda FED'in para politikasının %98'i iletişim, % 2'si eylemden oluştuğunu belirtmektedir. 2018 yılında göreve getirilen yeni Fed başkanı Jerome Powell, iletişim anlamında tüm Federal Açık Piyasa Komitesi toplantılarının ardından basın açıklaması yapmaya devam etmektedir. TCMB bu politikaya 2013 yılının son aylarında Başkan Erdem Başçı tarafından yapılan açıklamalarla başvurmuştur. Başkan Erdem Başçı, enflasyonun %6,2 düzeyine gerileyene kadar faiz oranlarının %6,75'in altına inmeyeceği açıklamasını yapmıştır. Fakat bu ifadenin takip eden PPK toplantı kararlarında tekrar edilmediği görülmektedir. TCMB yılın son aylarında enflasyonun orta vadeli hedeflerle uyum sağlayana kadar temkinli para politikası uygulanmasına devam edileceğini açıklamıştır (Yılmaz ve Kahveci, 2014: 5-23; Birinci ve Aslan: 2018).

Sonuç olarak TCMB'nin verdiği mesajları dikkatle formüle edip piyasaların ve ekonomik birimlerin bu açıklamalara karşı güven duyulmasını sağlamak büyük öneme sahiptir. Ayrıca merkez bankaları yetkilileri tarafından zaman zaman yapılan açıklamaların resmi açıklamalarla da desteklenmesi, iletişimin tutarlılığı açısından önemlidir. Böylece yetkililer tarafından yapılan açıklamalarına güven duyulmasını sağlayacaktır. Bu duruma başarılı bir örnek Polonya Merkez Bankasının sözlü yönlendirme uygulamalarında görülmektedir. TCMB'de ise son dönemde verilen mesajın temkinli para politikasını desteklemek için kullanılan bir politika olduğu görülmektedir (Yılmaz ve Kahveci, 2014: 5-23). Sözlü yönlendirme, mevcut politika araçlarının yetersiz kalması halinde etkili bir şekilde kullanılabilir. Ancak bu politikanın etkili olabilmesi için yapılan açıklamalarla resmi açıklamalar arasında tutarlı bir ilişki olması gerektiğini göstermektedir.

3.7. Türkiye'de Son Dönemde Uygulanan Para Politikalarındaki Gelişmeler

TCMB, 2010 yılının ikinci yarısından itibaren fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarı benimseyen bir yaklaşım belirlemiştir. Enflasyon hedeflemesi çerçevesini ilave olarak geleneksel olmayan para politikası araçlarıyla zenginleştirilmeye çalışılmıştır.

TCMB bu politika çerçevesinde yüksek hacimlere ulaşan sermaye girişlerinin ülke içindeki etkilerini sınırlandırmak için geleneksel para politikaları haricinde likidite yönetimi araçları ve zorunlu karşılıkları faal bir şekilde uygulamaya geçmiştir (Uysal, 2019: 5).

TCMB finansal istikrarsızlıklara karşı kısa vadeli sermaye girişlerinde yaşanan dalgalanmaların azalmasını sağlayabilmek ve kredi genişlemesini yavaşlatabilmek amacıyla iki temel ara amaç edinmiştir. Merkez Bankası, finansal istikrarı sağlamak için 2010 yılı sonundan itibaren politika faiziyle birlikte zorunlu karşılıkları ve faiz koridoru uygulamasını aktif bir araç olarak kullanmıştır. TCMB, 2012 yılında itibaren ROM'u, sermaye hareketlerinde yaşanan aşırı oynaklıkların finansal istikrar üzerindeki etkilerini sınırlamak için bir politika aracı olarak kullanmaya başlamıştır. Küresel para politikaları ile ilgili belirsizliklerin döviz piyasası üzerindeki etkilerini azaltmak ve belirsizliklere karşı finansal sistemi desteklemek için döviz rezervlerini düzenleyici önlemler alınmıştır. Merkez Bankası, finansal sisteme ek döviz likiditesi sağlamak için, rezerv opsiyonu katsayılarında, yabancı zorunlu karşılık oranlarında değişikliğe gitmiştir (Arabacı, 2017: 8-9).

28 Mayıs 2018 tarihinde TCMB, para politikasının öngörülebilirliğini güçlendirmek ve aktarım mekanizmasını sağlamlaştırmak için para politikasının operasyonel çerçevesinde sadeleşme sürecini tamamladığını duyurmuştur. Böylece gecelik borçlanma ve borç verme oranları bir hafta vadeli repo ihale faizi etrafında simetrik olacak şekilde bir koridor oluşturulmuştur. Yeni operasyonel çerçevede TCMB fonlamasını haftalık repo ihaleleriyle sağlamaya başlamıştır. 2018 yılında gelişmiş ülkeler para politikalarında normalleşme sürecine başlaması, petrol fiyatlarında artış olması ve jeopolitik gelişmeler finansal piyasalardaki oynaklığın artmasına neden olmuştur. 2018'de dövizde yaşanan dalgalanma ve sağlıksız fiyat oluşumlarından dolayı TCMB, BİST Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda yatırımcılarla Türk lirası uzlaşmalı vadeli döviz işlemlerine başlamıştır. Kasım ayında döviz karşılığı TL swap piyasası uygulamasını devreye sokmuştur. Bu hamleler ile amaç vadeli işlem piyasalarının derinleşmesine yol açarak reel sektörün kur riski yönetimine katkı sağlamaktır. TCMB, 2019 yılının ilk döneminde bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını %24 bandında tutmuştur. Bu süreçte enflasyondaki iyileşmeler göz önünde bulundurularak politika

faizi Temmuz ayından itibaren üç ay kademeli olarak %14 düzeyine çekilmiştir (Uysal, 2019: 5).

TCMB, zorunlu karşılıkların finansal istikrara katkı sağlayacak şekilde makro ihtiyati bir araç olarak daha etkin ve esnek kullanılması için 19 Ağustos 2019'da TL zorunlu karşılık oranları ile zorunlu karşılıklara ödenen faiz oranlarında değişikliklere gitmiştir. Bu değişiklikler yıllık kredi büyüme oranlarıyla ilişkilendirilmektedir (TCMB, 2019b).

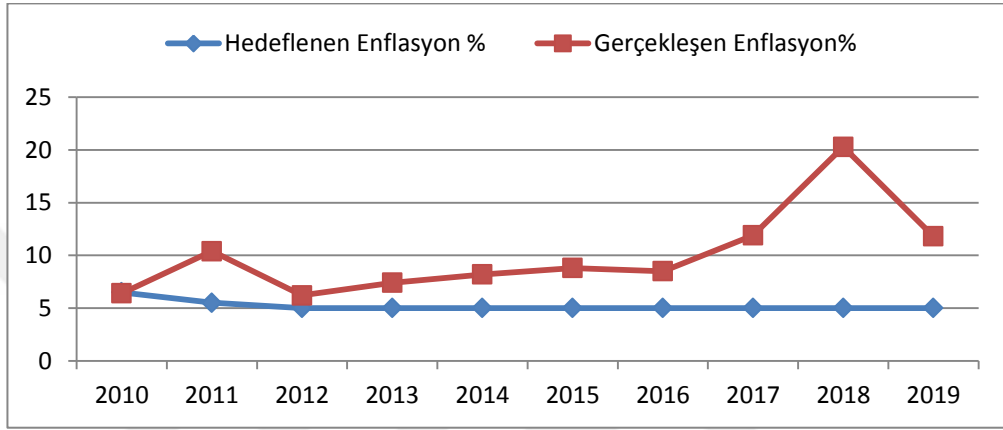
Merkez bankaları küresel krize gelinceye kadar geleneksel olarak öne çıkan (faiz politikası, APİ ve zorunlu karşılıklar politikası) para politikası araçlarını kullanmıştır. Küresel krizle birlikte yerini geleneksel olmayan para politikası araçları almıştır. Bu dönemden itibaren TCMB, özellikle faiz koridoru, ROM, zorunlu karşılıkları ve likidite yönetimi araçlarını etkin bir şekilde kullanmaya başlamıştır. 2018 yılında para politikası operasyonel çerçevesinde sadeleşmeye geçeceğini bildirerek normalleşme sürecini başlatmıştır.

• 2010 sonrası enflasyon hedeflemesi ve gerçekleşen enflasyon

2010 Küresel ekonomik krizin etkileri 2010 yılında azalmaya başlamıştır. Merkez bankası tarafından piyasadaki likiditenin düşürülmesi ve zorunlu karşılık oranlarının artırılması ile enflasyon oranı hedeflenen enflasyon rakamından %0,1 sapma göstermiştir. Bunun sonucunda enflasyon hedefle uyumlu olarak %6,4 oranında gerçekleşmiştir (Cinel, 2018: 94). 2010 yılı içerisinde gıda fiyatlarından kaynaklı dalgalı bir enflasyon süreci yaşamıştır. 2011 yılı enflasyonu bir önceki yıla göre dört puanlık bir artış sonucu %10,45 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu nedenle temel mal ve gıda fiyatlarında artışa yol açmış ve enflasyon %10 düzeyinde gerçekleşmiştir. 2013 yılında enflasyon yıl sonu itibariyle 7,40 seviyesinde gerçekleşmiştir. Ocak 2013'de vergi ayarlamaları sonucu enflasyonun yükselmesi ile sonraki dönemde işlenmemiş gıda ve enerji grubu fiyat gelişmelerine bağlı olarak dalgalı seyretmiştir. 2013 yılının ikinci döneminde ise, para politikalarına ilişkin küresel düzeyde yaşanan belirsizlik nedeniyle zayıf seyreden sermaye akımları TL 'de değer kaybına yol açmıştır. Bu durum özellikle temel mal grubu yoluyla enflasyon yükselmesine yol açmıştır. Mayıs 2013'den itibaren TL'de yaşanan değer kaybının yansımaları sonucu 2014 yılının ilk döneminde enflasyon yükselişte olması yılın ikinci bölümünde azalış eğilimine girmesi sonucu

yüzde 8,17 seviyesinde gerçekleşmiştir (TCMB, 2012d: 34; TCMB, 2014:33; TCMB, 2015: 33). Bu gelişmeler enflasyonun düşmesinde etkili olmuş, ancak gıda fiyatlarında yaşanan olumsuz gelişmeler bu baskıyı hafifletmiştir. TCMB bu dönemde fiyat istikrarı için destekleyici şekilde sıkı politika izlese de, 2013'te %7,4 ve 2014'de %8,2 oranında gerçekleşen enflasyon yükselişe devam etmiştir. (tablo 12)

Tablo 12. Türkiye’de Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Rakamları



Kaynak: www.tcmb.gov.tr, 2020d

Tablo 12’de görüldüğü gibi 2011 yılından itibaren hedeflenen enflasyonun gerçekleşen enflasyon rakamlarının altında kaldığı gözlenmektedir. 2011 yılından sonra ülke ekonomisinde ciddi bir durgunluk ve büyümede yavaşlama görülmüştür. Bu durumun meydana gelmesinin nedenleri arasında ülkedeki siyasi ortam, jeopolitik riskler, dünya ekonomisinde yaşanan duraklamaya bağlı tüketim ve talepte azalma olması etkili olmuştur. Özel yatırım harcamaları özel sektöre olan güvenin azalmasından dolayı önemli ölçüde düşmüştür. Türkiye, bu gelişmelerden kaynaklı 2016 yılında en riskli kabul edilen ülkeler arasında yer alarak ülkeye olan itibarın azalması sonucu yüksek faizler, ulusal parada değer kaybı ve yüksek enflasyon yaşamıştır. 2011 yılında çift hane çıkan enflasyon 2012 ve 2016 yılında tek haneli rakamlara düşmüş olsa da beklenen enflasyon rakamlarının oldukça üzerinde seyrettiği görülmektedir. 2017 yılında söz konusu siyasi gelişmeler, dış politika ve dünya ekonomisinin koşullarından ötürü enflasyon tekrar çift haneli rakama ulaşarak %11,9 düzeyinde gerçekleşmiştir (Cinel, 2018: 92). 2018 yılında TL’nin değer kaybetmesi ve bu duruma bağlı olarak fiyatlama davranışlarında yaşanan bozulma sonucu enflasyon

%20,3 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2019 yılında %11,84 seviyesine gerileyen enflasyon döviz kurundaki değer kaybının birikimli etkilerinin zayıflaması, temel mal ve gıda ile fiyatlama davranışlarında gözlenen iyileşmeyle birlikte gerilemiştir. Ayrıca ılımlı seyreden talep koşulları ve ithalat fiyatlarının yanı sıra parasal sıkılaştırmanın etkisiyle de enflasyon önemli ölçüde azalmıştır (TCMB, 2020e: 20).

TCMB, temel amaçlarından biri olan fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek amacıyla orta vadeli enflasyon hedefini Hükümet'le birlikte varılan mutabakatla %5 olarak belirlemiştir. Bu çerçevede, 2011 ve 2012 yılları için enflasyon hedefleri sırasıyla %5,5 ve %5 olarak açıklanmıştır. Uzun vadede yapısal dönüşümün sağlanması ve reform sürecinin tamamlanmasıyla hedeflenen düşük enflasyon oranlarına ulaşılabileceği öngörülmüştür (TCMB, 2010: 7). Fakat 2012 yılından sonra hedeflenen enflasyondan uzaklaşıldığı görülmektedir. Bu durumun nedenleri arasında bu yıllar içerisinde TL'de yaşanan değer kaybı, dış politikada yaşanan sorunlar, siyasi gerginlikler ve terör olayları yer almaktadır. Özellikle döviz kurunun yükselmesi, bireylerin döviz tutmalarına yol açmıştır. Dolayısıyla ara mal ithalatına bağımlı olan Türkiye'de birçok mal ve hizmette fiyat artışının yaşanmasına neden olmaktadır.

• Teknolojideki gelişmeler ve TCMB

Dünya'da küreselleşmenin hızlanması ile yaşanan teknolojik gelişmeler yeniliklere yol açmaktadır. Dünya'nın herhangi bir noktasında yaşanan teknolojik gelişmeler hızlı bir şekilde tüm insanlığı etkilemektedir. Bunlardan bir tanesi de bilgisayar teknolojisinde ortaya çıkan kripto paradır (Kaplanhan, 2018: 62). Bu hızlı gelişmeler bir takım yenilikleri de yanında getirmektedir. Elektronik para ve ödeme yöntemleri dünya genelinde ortaya çıkmaktadır. Bu anlamda Blok-Zincir (Blockchain) teknolojisi ile birlikte ön plana çıkan Bitcoin ve kripto paralar önemli olmaya başlamıştır (Demirdöğen, 2020: 136).

Yaşanan bu teknolojik gelişmelerin ortaya çıkardığı koşullarda güvenilir bir şekilde bireylerin ve firmaların yer almasını isteyen ülkelerin dijital paralar konusunda gösterdiği çabalara Avrupa Birliği ve Çin örnek verilebilir. Dijital ve kripto paraların kullanımıyla bankaların aracılık fonksiyonlarını ya da fonlama maliyetlerini etkileyebilecek sonuçlarla karşılaşılması mümkündür (Pladson, 2020; ECB, 2020). Türkiye'de 2018 itibariye on adet kripto para borsası faaliyette bulunmaktadır. Bu

kripto paraların işlem hacmi ve aktif kullanıcısı ile en çok bilinenleri Paribu, BtcTürk, Koinim gibi borsalar olarak sıralanmaktadır. Türkiye’de Bitcoin ile ilgili olarak yasal tanımlamalar içinde nasıl vergilendirilebileceği değerlendirilmektedir (Eker, 2018).

Dünyada son zamanlarda hızla piyasası yükselen kripto paraya devletler emtia demek isterken kullanıcılar ise buna bir para olarak bakmak istemektedir. Merkez bankalarının tekelinde bulunan para basma yetkisi ve vergilendirme sistemi bu noktada risk olarak görülmektedir. Devletler ve merkez bankaları kripto para konusunda ikiye ayrılmış durumdadırlar. Kripto para gün geçtikçe önemini daha da artırmaktadır. Kripto paranın fiziki dünyayı yeniden şekillendireceği düşünülmektedir. Devletlere göre kripto para emtiaya kaymaktadır. Kripto paranın çok dalgalanması da bir unsurdur. Fakat gelişen teknoloji sayesinde herhangi bir bankaya ihtiyaç duymadan bir fiyat üzerinden anlaşması verebilmesi de kullanıcılar için önemli hâla gelmektedir. TCMB kripto para noktasında da temsili parayı dijital paraya entegre etme çalışmalarını sürdürmektedir.

3.8. Enflasyon Hedeflemesine Geçişte TCMB ve Para Politikası Uygulamaları

2000-2019 dönemi içerisinde iki önemli kriz (2001 ve 2008) yaşanmıştır. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizinin ardından sabit döviz kuru uygulamasından vazgeçilmiş, döviz dalgalanmaya bırakılmıştır. Daha sonra TCMB’ye yasayla fiyat istikrarını sağlaması için yetki verilmiştir. Enflasyon hedeflemesi uygun ortamın olduğu 2002 yılı itibariyle uygulanmaya başlanmıştır. 2008 yılı küresel krizinden sonra tüm ülkelerde olduğu gibi TCMB de krizin etkilerini azaltmak için 2010 yılının sonlarına doğru geleneksel olmayan para politikası araçlarını uygulamaya başlamıştır. 2008 kriziyle birlikte fiyat istikrarı kadar finansal istikrarında önemi anlaşılmıştır. Bu bağlamda son yirmi yıl içerisindeki önemli makroekonomik değişkenler arasında yer alan büyüme oranları-işsizlik oranları-bütçe açığı-enflasyon, ihracat, ithalat ve dış ticaret ilişkisi ve büyüme oranı ve cari işlemler dengesinin durumu Türkiye ekonomisi için incelenmektedir.

• Temel Makroekonomik Göstergeler: Büyüme Oranları-İşsizlik Oranları- Bütçe açığı-Enflasyona Bakış

Türkiye 2001 yılından sonra ki para politikası uygulamalarında ele alındığında şunları söylemek mümkündür; 2001 krizinde yaşanan %-5,9’luk küçülmeden sonra

2002-2019 yılları arası dönemsel olarak büyüme oranlarına bakıldığında 2002-2007 döneminde ortalama %7,5'lük bir büyüme gerçekleşmiştir. 2008 krizinin etkisiyle tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de olumsuz etkilenmiş 2008'de %0,8'lik gibi düşük bir büyüme göstermiş sonrasında krizinde etkileri sonucu 2009 yılında %-4,7 ile 2001 krizinden sonra ilk kez küçülme yaşanmıştır. 2010 yılında alınan önlemlerle birlikte krizin etkisinden çıkmış ve devamında 2010-2018 dönemi içerisinde ortalama %6,4'lük bir büyüme gerçekleşmiştir. 2009 yılından beri en düşük büyüme 2019 yılında %0,9 büyüme ile gerçekleşmiştir.

Tablo 13. Temel Makroekonomik Göstergeler.

Yıllar	Büyüme (yüzde)	Enflasyon (yüzde)	Bütçe Açığı (yüzde)	İşsizlik (yüzde)
2000	6,8	39	7.87	6.5
2001	-5.9	68.5	11.89	8.4
2002	6.2	29.7	11.47	10.3
2003	5.3	18.4	8.84	10.5
2004	9.4	9.4	5.21	10.8
2005	8.4	7.7	1.6	9.5
2006	6.9	9.7	0.61	9
2007	4.7	8.4	1.62	9.2
2008	0.7	10.1	1.83	10
2009	-4.7	6.53	5.53	14
2010	9.2	6.4	3.64	11.1
2011	8.8	10.5	1.36	9.1
2012	2.1	6.2	2	8.4
2013	4.2	7.4	1.0	9
2014	2.9	8.2	1.3	9.9
2015	4.0	8.8	1.1	10.3
2016	3.2	8.5	1.1	10.9
2017	7.4	11.9	1.5	10.9
2018	2.8	20.4	1.9	11.0
2019	0.9	11.8	2.9	13.7

Kaynak: Sungur, 2015: 249-266; Balkan, 2018: 110; www.hmb.gov.tr, 2020'den elde edilmiştir

Örtük enflasyon hedeflemesi uygulandığı dönem içerisinde enflasyon hedefleri tutturulurken açık enflasyon hedeflemesi dönemi içerisinde 2009 ve 2010 yılları dışında enflasyon hedefleri tutturulamamıştır. Enflasyon hedeflemesini tutturmada başarılı bir grafik çizilememesinin nedeni, 2005 yılından sonra enerji fiyatlarında yükselme ve uluslararası piyasalarda dalgalanmaların yaşanmasıdır (Balkan, 2018: 106). 2008 yılında yaşanan küresel finansal krizin ardından ekonomik küçülme yaşanmıştır. Ülkede yaşanan ekonomik küçülmeye birlikte enerji ve emtia maliyetlerindeki yüksek düzeydeki artışlar ve uygulanan ek vergiler enflasyonun yükselmesinde etkili olmuştur. Küresel krizin etkileri 2009 yılında devam etmesi sonucu talepte meydana gelen daralma ve krizin başlangıçtaki enerji fiyatlarına göre gevşeme ve önceki yıla göre baz etkileri nedeniyle enflasyon hedefinin altında gelerek %6,53 seviyesinde gerçekleşmiştir (Sever ve İğdeli, 2015: 35). 2010 yılında krizin etkilerinin azalmasıyla kriz öncesi üretim seviyesinin üzerine çıkmıştır. Dolayısıyla enflasyon oranları yılın ilk aylarında yükselerek %10'un üstünde gelmiştir. TCMB tarafından alınan önlemler sonrası piyasadaki mevcut likidite azaltılmış ve zorunlu karşılık oranları artırılmıştır. Böylece yıl sonunda enflasyon %6,4 seviyelerine gerilemiştir (Ermişoğlu, 2011: 25).

2016 yılında enflasyon yüzde 8,5 düzeyinde gerçekleşerek hedeflenen oranın %5 üzerinde gelmiştir. Enflasyonun öngörülenin üzerinde gerçekleşme nedeni işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artışlar ve TL'de gözlenen değer kaybı etkili olmuştur. 2017 yılında enflasyon öngörülenin üzerinde gelerek %11,92 olarak gerçekleşmiştir. Merkez Bankası hedefi %5 olan oranın iki katından daha fazla enflasyon oluşmasına engel olamadığı görülmektedir. Son yıllarda Türk lirasının hızla değer kaybetmesi sonucu yarattığı maliyet baskısı 2018 yılında %20'nin üzerine çıkmasına yol açmıştır. 2018 yılında %20'nin üzerine çıkmasına yol açarken, enflasyon 2019 yılı sonunda tüketici fiyatlarında yıllık %12 seviyesine gerilemiştir (TSPB, 2020: 3; Eğilmez, 2018c).

Tablo 13'de belirtildiği gibi 2001 yılında bütçe açığının GSYH'ye oranı %11.89 olarak gerçekleşmiştir. 2002 yılından itibaren alınan mali tedbirler sonucu 2006 yılında bütçe açığının GSYH'ye oranı 0,61'e kadar gerilemiştir. Küresel krizin etkisiyle 2009 yılında bütçe açığının GSYH'ye oranı %5.53 seviyesine kadar yükselişe geçmiştir. Küresel krizin etkisinin azalmasıyla genellikle %1 civarı seyir etmiş, 2019 yılında ise yükselişe geçerek bütçe açığının GSYH'ye oranı %2.9'a çıkmıştır. Ekonominin bir

diğer önemli göstergelerinden işsizlik oranları ise tablo 13’de belirtildiği gibi 2000 yılından sonra ortalama % 10 civarında gerçekleşmiştir. 2009 yılında işsizlik oranları küresel krizin etkisiyle %14 seviyesine kadar çıkmıştır. 2012 yılında işsizlik oranları %8.4’e kadar düşmüş fakat devam eden yıllarda artış göstermiştir. 2019 yılında ise işsizlik oranları %13.7 olarak gerçekleşerek, 2009 yılından sonra en yüksek seviyeye çıkmıştır. Tablo 14’de anlaşılacağı üzere yüksek büyüme oranları yakalanmış olmasına rağmen işsizlik ve enflasyon sorununun çözülemediği görülmektedir.

- **İhracat, İthalat ve Dış Ticaret İlişkisi**

Türkiye ekonomisi 1999 yılındaki daralmanın ardından 2000 yılı ile birlikte yeniden büyüme sürecine girmiştir. Ülke ekonomisinin canlanmasıyla ihracat önceki döneme göre %2,8 düzeyinde artış göstermiştir. Ülkede yüksek olan reel faizlerin gerilemesiyle ortaya çıkan servet etkisi ertelenen özel tüketim talebinin, 2000 yılı içinde gerçekleştirilmesine neden olmuştur. Buna karşı olarak ise enflasyondaki katılığın istenilen düzeyde kırılmaması ve uygulanan kur politikası sonucu olarak Türk lirasının değerlenmesi ithal ürünlerin görece olarak ucuzlaşmasına neden olmuştur. Dolayısıyla ithalatın artmasına yol açarak dış ticaret açığı 26,7 milyar dolara çıkarak ciddi artış göstermiştir. 2001 yılında Türkiye ekonomisi mali piyasalarda yaşanan krizden sonra daralma sürecine girmiştir. Kasım ve Şubat 2001 krizlerinin ardından yatırım ve tüketim harcamalarında daralmalar yaşanırken, iç piyasadaki küçülme ve devalüasyon gerçekleştirilmesi sonucunda göreceli olarak kur avantajı yakalanmıştır (Cevat vd., 2008: 2).

Tablo 14. Türkiye’de Yıllara Göre Dış Ticaret Dengesi (Milyar \$)

Yıllar	İhracat	İthalat	Dış Ticaret Dengesi	İhracat/İthalat%	Cari Denge
2000	27,8	34,0	-26,7	51,0	-9,9
2001	31,3	41,4	-10,1	75,7	+3,8
2002	36,1	51,6	-15,5	69,9	+0,6
2003	47,3	69,3	-22,1	68,1	-13,4
2004	63,2	97,5	-34,4	64,8	-14,2
2005	73,5	116,8	-43,3	62,9	-20,9
2006	85,5	139,6	-54,1	61,3	-31,1
2007	107,3	170,1	-62,8	63,3	-36,9

Tablo 14. (Devamı)

2008	132,0	201,9	-69,9	65,4	-39,4
2009	102,3	140,9	-38,8	72,5	-11,4
2010	113,9	185,5	-71,7	61,4	-44,6
2011	134,9	240,8	-105,9	56,0	-74,4
2012	152,5	236,5	-84,1	64,5	-47,9
2013	151,8	251,7	-99,9	60,3	-55,9
2014	157,6	242,2	-84,6	65,1	-38,8
2015	143,9	207,3	-63,4	69,4	-27,3
2016	142,6	198,6	-56,0	71,8	-26,8
2017	156,9	233,8	-76,8	67,1	-40,6
2018	167,9	223,0	-55,1	75,3	--20,7
2019	171,5	202,7	-31,2	84,6	+1,7

Kaynak: Mızırak, 2004: 95; HMB, 2019: 25-26; GTB, 2020

TCMB, 2020b; TCMB, 2013: 12'den elde edilmiştir

2001 yılında TL'nin reel olarak %11 seviyesinde değer kaybetmiş ve iç talepteki daralma dış denge üzerinde belirleyici rol oynamıştır. Döviz kurunda değer kaybı ve reel ücretlerde gerileme ihracatçı sektörlerle rekabet gücü sağlamıştır. Rekabet gücünün yanı sıra yurtiçi talebin yetersiz kalması nedeniyle firmalar ihracata yönelmiştir. Öte yandan, yurtiçi arz ve talepte gerileme yaşanması ile TL'deki değer kaybından kaynaklı ithalatta önemli ölçüde azalma görülmüştür. Bu durum 2000 yılında 26,7 milyar dolar olan dış ticaretteki açığın 2001 yılında 9,3 milyar dolar düzeyine gerilemesine neden olmuştur (TCMB, 2002b: 14). 2002 yılından itibaren ekonominin büyüme trendine girmesinde önemli olan faktör uygulamaya sokulan ekonomi politikalarına karşı duyulan güvenin artması ve iç talebin canlanması bakımından iyimser beklentilerin etkili olduğu söylenebilir (TCMB, 2005: 18). Bu dönemde toplum tarafından beklentiler iyimser yönde olmuştur. Merkez bankasının dalgalı kur sistemine geçmesi ve uygulanan güçlü ekonomiye geçiş programı olumlu yönde etki etmiştir. Bankacılık alanında atılan adımlar ve döviz kurlarında istikrarının sağlanması piyasalardaki belirsizlik durumunu azaltmıştır.

2004 yılında ihracat, geçen yıla göre %32,8 düzeyde artmış ve sanayi üretimi artışına önemli katkı vermiştir. Verimlilik artışının reel ücretlerdeki artışın üzerinde kalması, firmaların dış pazardaki gücünü korumuş ve ihracat üzerinde artış yaşamasında etkili olmuştur. Yine aynı dönemde ithalat yüzde 40,1 artarak ihracattaki artışı üzerinde gerçekleştirmiştir. İthalatın artışında en önemli katkı, üretim ve ihracat artışlarına paralel

olarak ara malları ithalatından gelmiştir. TL'nin güçlü düzeyini koruması da ithalat artışını desteklemiştir (TCMB, 2005: 18). Ekonomik programın 2005 yılında da kararlı bir şekilde uygulanmaya devam etmesiyle güven ortamının güçlenmesini, faizlerin düşürülmeye devam ettirilmesi ve TL'nin bulunduğu güçlü seviye ekonomideki canlanmayı sürdürmüştür. İç talepte yaşanan canlanmanın devam etmesi ithalatın yüksek bir oranda artış yaşamasına yol açmıştır. İthalatın artması sonucu 116,7 milyar dolar, ihracat ise artarak 73,4 milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiştir (TOBB, 2006: 95).

2006 yılında toplam mal ihracatı 2005 yılına göre artarak 85,5 milyar dolara yükselmiştir. İthalat ise 139,5 milyar dolara ulaşmıştır. Böylece dış ticaret açığımız 43,2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Yıl genelinde dış ticaret hadlerinin ihracat lehine gelişmesine karşın yılın ikinci döneminde iç talepteki toparlanma ve güçlü TL'nin etkisiyle ithalat yeniden hızlanmaya başlamış ve buna bağlı dış ticaret açığı 62,8 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir (TCMB, 2008a: 32).

2002-2008 dönemi 2004 yılı dışında cari işlemlerde sürekli artış göstermiştir. 2002 yılında 626 milyon dolar olan cari açık 2008 yılında 39,4 milyar dolar seviyesine kadar yükselmiştir. 2009 yılında dış ticaret açığının önceki yıla göre yüzde 72 oranında azalması sonucu 2008 yılında 69,9 milyar dolardan 38,7 milyar dolara gerilemiştir. Bu kadar yüksek oranda bir gerileme yaşanmasında ekonomik krizin etkisi olmuştur. Yaşanan bu küresel kriz sonucunda mal ve ithalat talebi azalmış ve gelir seviyeleri gerilemiştir. Dolayısıyla bu durum da ithalat talebinin azalmasına yol açmıştır. 2009 yılında dış ticaretin azalmasından dolayı ihracatın ithalatı karşılama oranı yüzde 72,5 seviyesine kadar yükselmiştir. Tablo 14'de belirtildiği gibi aynı yıl 11,3 milyar dolar fazla vermiştir. 2009 yılından 2011 yılına kadar iki yıllık dönemde dış ticaret açığı hızlı bir şekilde artmıştır. 2011 yılında 105,9 milyar dolara ulaşmıştır. Böylece ihracatın ithalatı karşılama oranı da gerilemesi sonucu yüzde 56 seviyesinde gerçekleşmiştir. Cari işlemler açığı bu dönemde 74,4 milyar dolara ulaştığı görülmektedir. Dış ticaret açığında azalışı beklenmesinin aksine fazla vermesi ile cari işlemler hesabında büyük miktarlarda açık vermesine yol açmıştır (Konak, 2018: 172-174).

İhracat kriz sonrası dış talepte toparlanmanın başlaması ve yeni pazarlar bulunması ile daha düşük oranda artmıştır. 2012 yılında ülke ekonomisi yavaşlama sürecine girmiş, tüketim ve yatırım talebi de yavaşlamıştır. Bu gelişme sonucu 2012 yılında ithalat yıl boyu azalma eğiliminde olmuştur. Türkiye en önemli ihracat

ortaklarından Avrupa Birliği'nde yaşanan ekonomik sorunların getirdiği talep daralmasından olumsuz etkilenmiştir. Buna bir çözümler olarak dünyanın diğer bölgelerine yönelen ihracatçılar ile sağlanan pazar çeşitliliği sonucu dış ticaretteki açık büyük ölçüde kapatılmıştır (TOBB, 2012: 150).

2014 yılında ithalatta daralma yaşanıırken, ihracat artmıştır. Komşu ölkelerle yaşanan siyasi gelişmelere rağmen yurtiçi talepte zayıflama ve döviz kurunda yaşanan gelişmelerden kaynaklı ihracat artmıştır. İthalatta ise iç talepteki durgunluk ve alınan tedbirler sonucunda azalma meydana gelmiştir. 2014 yılında yurt içi talebi zayıf seyretmesi, yılın ikinci döneminde petrol fiyatlarında yaşanan hızlı düşüş ile dış ticarete önemli ölçüde etkili olan altın ticaretinde genel olarak fiyatlarda artış yaşaması sonucu ithalatta daralma meydana gelmiştir. Böylece Türkiye'de dış ticarete açık 2014 yılında yüzde 15,3 oranında daralarak 84,541 milyon dolara gerilemiştir (TOBB, 2014: 127). Dış ticaret 2015 ve 2016 yıllarında önceki yıllara nazaran bir miktar gerilemiştir. 2015 yılında 63,3 milyar dolara gerilerken 2016 yılında da 56 milyar dolar olarak gerçektelemiştir. Bu sebeple cari açıklar da oldukça düşmüştür. 2017 yılında ise dış ticarete açık 76,8 milyar dolara ulaşırken cari açık 47,3 milyar dolara çıkarak aynı yönde paralellik göstermiştir (Konak, 2018: 173-174).

2018 yılı ikinci dönemi önceki yıllara göre cari denge hızla dengelenme eğilimine girmiş ve bunu 2019 yılında da devam ettirmiştir. Dolayısıyla dış finansman açığı azalırken, reel kesimin dış borcu da azalma sürecine girmiştir. Dış ticaret tarafı ise ihracatın artış hızı, en büyük pazar konumunda olan Avrupa Birliğindeki ölkelerin ekonomik faaliyetler düzeyi ve çeşitli kota uygulamalarından kaynaklı olarak yavaşlamasına yol açmıştır. Fakat rekabet gücü kazanımları, firmaların ihracata yönelmesi ile ürün ve pazar çeşitliliğinin genişliği ihracat kayıplarının önemli bir oranda telafi edilmesini sağlamıştır. Böylece ihracattaki yavaşlamanın sınırlı kalmasında etkili olmuştur. Diğer taraftan, petrol fiyatlarındaki düşüşe paralel bir şekilde enerji ithalatı gerilemiş, cari denge üzerindeki olumsuz etkisi azalmıştır. Dış ticaret açığında yaşanan gerileme ve turizmin toparlanması ile 2019'da sekiz milyar dolar fazla cari işlemler fazlası vermiştir. Ülkede en son cari işlemler fazlası 2011 yılında vermiştir. Bu dönemde ülke ekonomisinde önemli ölçüde daralma yaşanmıştır (TSPB, 2020: 5).

2008-2009 finansal krizinin ardından ödemeler dengesi dünyanın odak noktası haline dönmüştür. Dünyada yaşana finansal krizin temelinde cari işlemler açığı

yatmaktadır. Cari işlemler açığı 1990'lı ve 2000'li yılların başlarında dünya ekonomisinde biriken dengesizliklerin bir sonucudur. Çin başta olmak üzere gelişmekte olan pazarlar biriken tasarruf fazlalarını gelişmiş ülke finansal piyasalarına sermaye akımı olarak akın etmiştir. Bu durum tasarruf düzeyi düşük birçok gelişmiş ülkedeki varlık fiyatlarının ve harcamalarının aşırı artışına yol açmıştır. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde dünya finans piyasalarındaki bu genişlemenin avantajlarından faydalanmıştır. Ancak beraberinde artan bir cari açık, dış borç yükü ve istikrarsız döviz kuru sorunları ile karşı karşıya kalmıştır (Bahçekapılı, 2015: 1-2).

Günümüz makroekonomik sorunlarından biri olan cari açık, ödemeler bilançosunda cari işlemler hesabında yer alan mal-hizmet ithalat/ihracatı ve karşılıksız transfer işlemleri (özellikle de dış ticaret işlemleri) ile alakalı döviz gelirlerinin döviz harcamalarının altında kalmasıyla ortaya çıkmaktadır. Ayrıca uygulanan para, maliye politikaları ve döviz kuru stratejileri cari işlemler dengesini önemli ölçüde etkilemektedir. Cari açık önemli bir sorundur. Ancak daha da önemli olan bir diğer husus bu açığı azaltmak ve finansmanını sağlayabilmektir (Saçık ve Alagöz, 2010: 114).

Türkiye'de önemli sorunlar arasında yer alan cari açık krizleri tetikleyen en önemli göstergelerden biri olarak dikkate alınmaktadır. Cari açık artışı, ekonomik kırılganlığın bir göstergesidir. Cari işlemler açığı büyüdükçe döviz kurunun aşırı yükselmesine, ekonomide kontrolsüz bir büyümeye ve ithalatın artmasına yol açmaktadır. Dolayısıyla cari işlemlerin krize ilişkin bir öncü gösterge olduğu söylenebilir. Türkiye'de özellikle son yıllarda cari açık problemi büyüyen bir ülke olarak göze çarpmaktadır. Bu durum Türkiye'yi daha da kırılgan bir ekonomiye dönüştürmektedir.

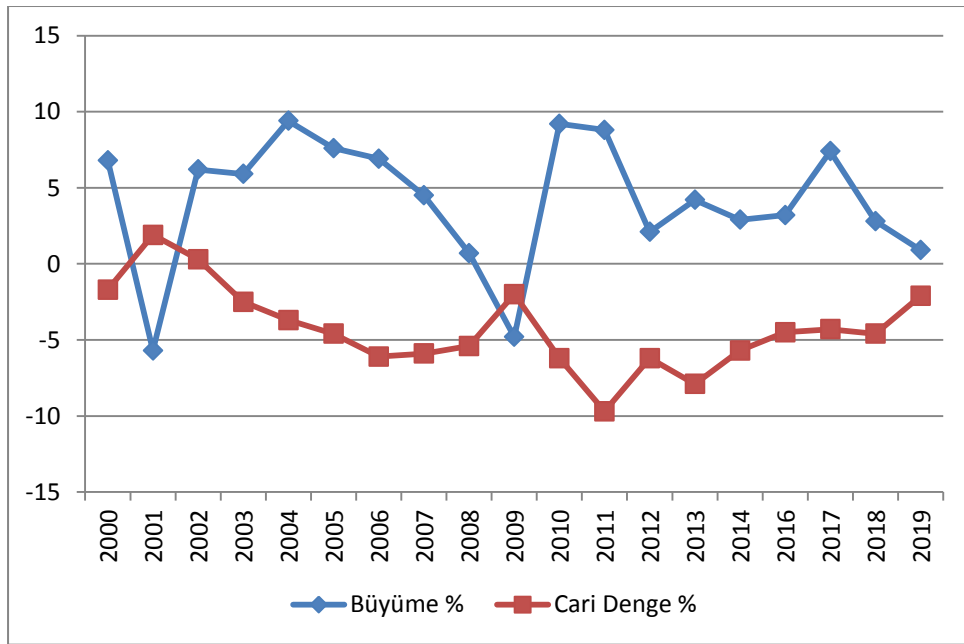
- **Büyüme Oranı ve Cari İşlemler Dengesi İlişkisi**

Türkiye'de cari açığın/GSYH'ye oranının belli bir eşik değeri geçmesi durumunda krize yol açacağına ilişkin görüşler mevcuttur. Bunun nedeni 1994 ve 2001 yıllarında Türkiye açısından önemli sayılabilecek krizler meydana gelmesi ve bu krizlerde cari açığın GSYH'ye oranının %3,5-%4 seviyelerine ulaşmasıdır. Ancak cari açığın sürdürülebilirliğinin değerlendirilmesinde yeterli bir ölçüt olmadığı, döviz kuru politikası, tasarruf ve yatırım düzeyleri ve finansal sistemin sağlamlığı gibi yapısal faktörlerinde dikkate alınması gerektiğini öne süren görüşler de bulunmaktadır. Bu

nedenle cari açığın belirli bir eşik değerini aşmasından sonra krize neden olduğuna dair ortak bir görüş bulunduğu söylenememektedir (Erbaykal, 2007: 81-82).

Türkiye’de 1999 yılında istikrar programı çerçevesinde kur sistemine geçilmiş, enflasyonla mücadelede kur nominal çapa olarak seçilmiştir. 2000 yılında aşırı değerlenen kur 2001 Şubat kriziyle sonuçlanmıştır. 2001 krizini takip eden dönemde makroekonomik göstergelerin kalıcı ve sürdürülebilir bir biçimde düzelmesini ve yapısal dönüşümlerin gerçekleştirilmesini hedefleyen bir ekonomik program uygulamaya koyulmuştur. Ardından IMF desteğiyle sürdürülen bu programla birlikte büyüme, enflasyon ve faiz oranlarında olumlu yönde gelişmeler yaşanmış, cari açık ve istihdam açısından olumsuz gelişmeler ortaya çıkmıştır. Türkiye ekonomisinde kriz dönemlerinde ekonomik büyüme düşüşe geçerken, bu durumun sonucunda hem dış ticarete hem de cari açığa azalma görülmektedir (Gürsoy, 2013: 159-160). Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin yaşandığı dönemde grafik 7’de belirtildiği 2000 yılında cari açığın/GSYH’ye oranı -1,7 olarak gerçekleşmiş onu takip eden kriz yılında ekonomide ve dış ticarete yaşanan daralma sonucu cari açığın/GSYH’ye oranı %1,9 ile fazla vermiştir.

Grafik 7. 2000-2019 Döneminde Cari Açığın GSYH’ye Oranı ve Ekonomik Büyüme (%)



Kaynak: Yiğit, 2018: 93

Ancak 2001 krizinden sonra yapısal reformların yapılması, siyasi istikrarın sağlanması, mali disiplinin ve istikrarlı makro ekonomik politikaların gerçekleştirilmesiyle ekonomi büyümeye başlamış, bu durum beraberinde dış ticaret ve cari işlemler açığının ciddi boyutlara ulaşmasına yol açmıştır. Cari açıkta görülen artışta 2004 yılından itibaren dünya petrol ve enerji fiyatları ile dünyada emtia ve temel metal fiyatlarındaki yüksek oranlı artışların etkisi bulunmaktadır (Şahbaz, 2011: 418-419). 2001 krizinden sonra ithalatın düşmesine bağlı olarak cari açık düşük seyretmektedir. Ancak sonraki yıllar içerisinde ekonomik büyümeyle birlikte cari açıkta da artışlar görülmektedir. 2001 krizinin etkisiyle cari işlem açıklarının GSYH'daki oranı giderek artmıştır. Bunun bir kırılma göstergesi olduğu söylenebilir. Cari işlem açıklarının GSYH'daki oranlara baktığımızda 2001 krizinden sonra yaşanan gelişmeler sonucu grafik 7'de belirtildiği gibi 2007 yılında %-7,8 olarak gerçekleşmiştir.

Küresel krizden dolayı 2009 yılında ekonomideki daralmadan kaynaklı cari açık gerilemiştir. Fakat 2011 yılında cari işlemler/GSYH oranı yüzde 9,7 gibi tehlikeli bir düzeye çıkmıştır. Büyüme yüzde 8,8 gerçekleşmiş, cari işlemler açığı ise 75 milyar dolar civarında gerçekleşmiştir. Ancak finansal anlamda bir kriz ortaya çıkmamıştır. Ülkeye giren kısa vadeli sermaye girişleri ile finansman açığı kapatılmaya çalışılmış, kısa vadede kriz riski ortadan kaldırılmıştır. 2013 yılından itibaren cari açığın GSYH'ye oranında gerilemeler yaşanmış, 2016 yılı itibarıyla yüzde 4,3 seviyesinde gerçekleşmiştir. Cari açığın GSYH'ye oranı, ülkenin yabancı sermayeye olan bağımlılığını göstermektedir. Bu oranın yükselmesi ülkenin yabancı sermayeye olan bağımlılığının daha yükseldiğini ve dolayısıyla diğer ülkelerde yaşanacak krizden etkilenme olasılığını arttırdığını göstermektedir (Yiğit, 2018: 94). Türkiye'nin 2011 yılında ortaya çıkan yüksek cari açık ve büyüme ülkenin dışarıdan gelecek yabancı sermayeye bağlı olduğunu ortaya koymakta ve bu durum ekonominin kırılma olmasını arttırmaktadır. 2014 yılında bu oran %5,7'ye gerilediği görülmektedir. Grafik 7'de dikkate alınması gereken nokta cari açık ile büyüme arasındaki ilişkidir. Türkiye'de yüksek büyüme oranları yaşandığı yıllarda cari dengede yüksek ölçüde açık verildiği görülmektedir. Grafik 7'de yer aldığı gibi 2004, 2010 ve 2017 yılları bu duruma örnek olarak gösterilebilir. 2011 yılından sonra devam eden yıllarda cari açık azaldıkça büyüme oranlarının da düştüğü görülmektedir.

Türkiye’de cari açığın en önemli nedenlerin başında ithal girdi ve enerji gelmektedir. Ayrıca cari açığın finansmanı ise doğrudan yabancı yatırımlardan ziyade kısa dönemde ülkeye sermaye girişleri ile gerçekleşmektedir. Böylece ülke ekonomisinde kırılmanın ciddi bir şekilde artmasına neden olmakta ve negatif şoklar karşısında tehlike yaşatmaktadır. Bundan dolayı Türkiye ekonomide büyüebilmesinin sağlanması açısından cari açığın sürdürülebilir bir düzeye getirilmesi ve tasarruf oranlarının artırılması gerekmektedir (Akçay ve Erataş, 2012: 21).

Türkiye’de iktisadi büyüme ile cari açıklar arasında genellikle doğru yönlü bir ilişki olduğu görülmektedir (Şit ve Alancıoğlu, 2016). Bu durum, yüksek büyüme oranlarına eşlik eden cari açıklardaki artışlar anlamına gelmektedir (Bakaç, 2019). Cari açığı ortaya çıkaran nedenler arasında iç tasarrufların yetersizliği, dış ticaret açığı, ara mal, yatırım malı ve enerjide ithalata bağımlılık, yabancı yatırımların kâr transferi ve yüksek dış borç düzeyi yer almaktadır (Altunöz, 2014).

Türkiye’de 2000’lerden önce ekonomi politikası kamu ağırlıklı, bütçe açığına dayalı ve kamu borçlanmasıyla yürütülmeye çalışılan bir yapı olduğunu göstermektedir. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizinin yaşanmasının ardından bu politika terk edilerek özel sektör ağırlıklı cari açığa dayalı ve özel sektörün dış borçlanması ağırlıklı bir ekonomi modeli uygulanmaya başlanmıştır. Dolayısıyla kamunun dış borçlanma hızında düşüş yaşanırken özel sektörün dış borçlanma hızı artmaya başlamıştır (Eğilmez, 2013).

Tablo 15. Dış Borç Dağılımı

Yıllar	Borç Stoku (Milyon Dolar)			GSYH’ye oranı (%)
	Kamu	Özel	Toplam	
2000	64.184	54.431	118.615	43.6
2001	71.480	43.630	115.110	56.5
2002	86.536	43.023	129.559	54.8
2003	95.217	48.863	144.079	45.9
2004	97.078	63.914	163.914	40.0
2005	85.836	84.083	184.083	34.2
2006	87.265	120.417	207.736	38
2007	89.326	169.599	249.925	36.9
2008	92.400	188.432	280.832	36.2
2009	96.676	172.077	268.753	41.5
2010	100.674	191.019	291.694	37.8
2011	105.164	200.136	305.300	36.7

Tablo 15. (Devamı)

2012	113.395	228.537	341.932	39.3
2013	124.170	268.219	392.389	41.3
2014	123.751	281.268	405.019	43.3
2015	117.966	281.493	399.459	46.3
2016	124.093	284.103	408.195	47.3
2017	136.847	316.360	453.207	53.3
2018	145.7	298	443.7	56.3
2019	163.4	273.5	436.9	56.9

Kaynak: HMB, 2019: 78; www.şeffaflık.org, 2020'den elde edilmiştir.

Türkiye 2000'li yıllara artan bir borç, yüksek enflasyon sorunu ve kırılgan bir bankacılık sistemiyle giriş yapmıştır. Bunun devamında Kasım 2000 ve Şubat 2001 ayında krizlerle karşılaşmıştır.. Ülkeden yaşanan krizlerin etkisiyle bu dönemde ciddi miktarda bir sermaye çıkışı yaşanmıştır. Bu gelişmelerin ardından Türkiye olumsuz etkiyi azaltabilmek için IMF'den kredi başvurusunda bulunmuştur. 2001 yılı sonunda Türkiye'nin dış borç stoku 115.110 milyar dolara gerilemiştir. 2001 yılında özel sektörün borcu artarken kamu sektörünün payı düşmüştür. Borçların düşmesinin sebebi ise yaşanan krizden dolayı borçlanma maliyetlerinin artmasıdır. Borcun maliyetlerinin artması kamu ve özel sektörü dış kaynak sağlama noktasında zora sokmuştur. 2002 yılında ihracatta görülen artışlar sonucu ekonomi dış borçla büyümüştür. Ülkenin dış borcu 129.559 milyar dolara yükselmiştir. Ülkenin dış borçlarının özellikle kriz yıllarının öncesinde ve sonrasında ciddi bir artış gösterdiği görülmektedir. Borçların artışı ekonomik krizin ortaya çıkması etkili olmakta ve krizden çıkış için bir kaynak niteliği taşımaktadır (Oskay, 2010: 62-63). 2003 yılı içinde iç talepte yaşanan canlanma sonucu büyümede artış sağlamıştır. Fakat büyümeyle birlikte TL'nin değer kazanması, cari işlemler dengesinin açık vermesine yol açmış ve dış borç stokunu arttırmıştır (Karluk, 2005: 167).

2004-2005 yıllarında büyüme artmaya devam etmiş ve ihracat artmıştır. Ancak buna rağmen bütçe finansmanı cari işlemler dengesindeki açıklardan dolayı dış borçlanmaya devam edilmiştir. Bunun sonucunda dış borç stoku 169.919 milyar dolara yükselmiştir. 2005 yılında ekonomide istikrarın sağlanması ve güven ortamının oluşturulmasının etkisiyle dış borç ciddi düzeyde yükselmiş, 2006 yılında dış borç 207,736 milyar dolara ulaşırken, 2007 yılında 249.478 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir (Adıyaman, 2006: 30).

2008 yılı küresel krizi Türkiye’de olumsuz yönde etkilenmiştir. Kriz bu dönemde ekonominin daralmasına neden olmuştur ve dolayısıyla 2008 yılında 281.4 milyar dolar olarak gerçekleşen dış borç stoku, 2009 yılında 269.6 milyar dolar seviyesine düşmüştür. 2011 yılından itibaren dış borç stoku 309.4 milyar dolara yükselmiştir. Türkiye, Mayıs 2013 yılı itibariyle IMF’ye olan borcunu bitirmiştir (Şahin, 2012: 49; Kutlu ve Yurttagüler, 2016: 237-238).

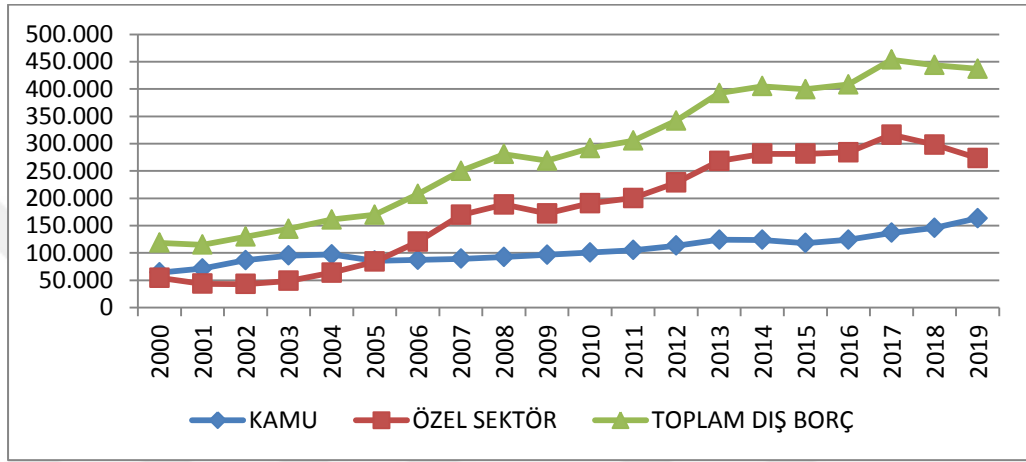
Türkiye’nin 2015 yılı itibariyle özel sektördeki payı hızla artarak %71,1’e ulaşmıştır. 2018 yılında bu oran kısmen kamu kesime doğru değişmiş olsa da halen dış borçların yüksek bir kısmı özel sektöre aittir. Burada önemli olan nokta özel sektör borçlarını ödeyememesi durumunda ülke ekonomisinin krize girebilecek olmasıdır (Uslu, 2019: 356). Grafik 8’de yer aldığı gibi; Türkiye’nin dış borç stoku, 2001 ve 2008 krizlerinde kısmen azalma göstermiş olsa da 2002 yılından sonra dış borç hızlı bir şekilde artmıştır. 2004-2007 ve 2010-2011 dönemlerinde dış borç hızında önemli artışlar görülmektedir. Bu durum Türkiye ekonomisinin dış finansmanla büyüdüğünü ortaya koymaktadır.

Türkiye gerek döviz getirisi sağlamakta gerekse ödeme gücünde yetersiz kalması dış borcun artmasında etkili olmaktadır. Ülkede özel sektörün dış borçlanmasının artmasının nedenleri arasında gelir düzeyinin düşük olmasından dolayı tasarrufun yetersiz kalması, sermaye piyasalarının gelişmemiş olmasıyla meydana gelen aksaklıklar ve vergi toplama etkinliğinde başarılı olmaması nedeniyle gerekli olan finansmanı karşılamak ülkeyi dış borçlanmaya itmektir. Dünya piyasalarında faiz oranlarının Türkiye’de geçerli olan ve uygulanan faiz oranlarından düşük düzeylerde kalması ülkeyi dış borçlanmaya itmektir (Bartal, 2019: 30-31). Cari işlemler açığının kapatılması en önemli sorun olarak görülmektedir. Ülkenin bu sorunu giderebilmesi için ihracat gelirlerini artırıp ithalat giderlerini kısmayı sağlayacak politikaları geliştirilmesi gereklidir. Buradaki en önemli çözüm ihracattaki gelirlerin arttırılmasıdır. Bunun için uzun dönemde kalıcı olacak çözümler gerekmektedir. Türkiye’de üretimin verimli bir şekilde arttırılması ve ileri teknoloji ürünler ile ihracattaki gelir kalemlerinin arttırılabilmesi cari açık sorununu azaltabilecektir.

Tablo 15’de belirtildiği gibi 2004-2007 ve 2010-2011 dönemlerinde dış borçların artış hızında önemli ölçüde artış görülmektedir. 2018 yılı ilk 9 aylık dönemi sonundaki Türkiye’nin dış borç stoku 449 Milyar Dolardır. Sadece dış borçların

miktarına bakarak yorum yapmak yanlış olabileceği için, dış borç stokunun Gayrı Safi yurtiçi Hasılaya (GSYH) oranı verileri tablo 15’de da yer verilmiştir. 2002 sonrası dönemde toplam dış borç stoku GSYH oranı %56,2’den 2007 yılında %38,5’e kadar gerilemiştir. 2008 Küresel ekonomik krizin etkisiyle 2009 yılında yüzde 43,6’ya yükselmiştir (Yıldız, 2019: 3419; Kutlu ve Yurttagüler, 2016: 237-238; Uslu, 2019: 355).

Grafik 8. 2000-2019 Yılları Arası Toplam Dış Borç Dağılımı (Milyar Dolar)



Kaynak: HMB, 2019: 78; www.şeffaflık.org, 2020’den elde edilmiştir.

Türkiye’de dış borç stoku, 2011 yılından itibaren tekrar artmaya başlamıştır. IMF ve Dünya Bankası dış borç stoku/GSYH oranı %50’yi geçen ülkeleri çok borçlu kabul etmektedir. Türkiye’nin dış borçlarının büyük çoğunluğunun özel sektöre ait olduğu şeklinde bir düşünce olduğu görülmektedir. Fakat yabancı firmalar yurtiçi firmalara ve kamu kurumlarına borç verirken, çoğunlukla devletin garantörlüğüne güvenerek vermektedir. Özel sektör krize girdiği durumlarda, devletin bir şekilde bu firmalara destek olacağı ve verdikleri paraları alabilecekleri varsayımıyla hareket etmektedir (Uslu, 2019: 356).

2013 yılında Türkiye, IMF’e olan borcunu bitirdiği yıl olarak geçmiştir. 2014 yılında dış borç artışı sürmüş özel sektörde borçlanmanın yarısından fazlasını bankalar yapmıştır (Uyar, 2019: 95). 2015 yılında ulusal paranın değer kaybıyla dış borcun milli gelire oranı 2002’den sonra %46,0 ile en yüksek seviyeye çıkmıştır (TSPB, 2015: 4). 2016 yılında dış borç stoku duraklama eğilimine girmişken, 2017 yılında ulusal paranın değer kaybıyla %51,2 düzeyine çıkmıştı (TSPB, 2018: 6). 2018 yılında TL’nin değer

kaybı devam ederek bir önceki yıla göre artarak %57 düzeyine yükselmiştir (TSPB, 2019: 7). Bu durum 2019 yılında da devam ederek dış borç stokunda milli gelirin payı % 58'e ulaşmıştır (Tablo 15) (TSPB, 2020: 5).



SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

1970'li yıllardan sonra teknolojinin hızla arttığı ve buna bağlı küreselleşmenin hız kazandığı dünyada merkez bankacılığı anlayışı görev ve tanımı değişerek günümüze kadar gelmiştir. Günümüzde birçok ülke istedikleri hedeflere ulaşmak için para politikası araçlarını kullanmaktadır. Burada Merkez Bankalarına büyük görev düşmektedir. Merkez Bankaları para politikalarını belirleyen ve ülke ekonomisine katkı sağlayan önemli kuruluşların başında gelmektedir. Türkiye para yönetiminde yaşanan krizlerle birlikte siyasi istikrardan arındırılmış şekilde 2000'li yılların başından itibaren merkez bankası bağımsızlığı fikrinin yerleşmeye başladığı bir döneme geçmiştir. 25 Nisan 2001'de TCMB tarafından çıkartılan 4561 sayılı kanun ile TCMB, fiyat istikrarına odaklanan ve hükümet müdahalesi olmadan şeffaf ve hesap verebilirlik ilkeleri doğrultusunda para politikalarını yürütecek bağımsız bir kurum haline dönüştürülmüştür.

Merkez Bankası şeffaf ve hesap veren bir çerçevede topluma karşı daha güvenilir bir kurum haline getirilmekte ve hedeflerine daha rahat ulaşabilmektedir. Ancak şu da belirtilmelidir ki yasal bağımsızlık kadar fiili bağımsızlık da önemli bir konudur. TCMB'nin 25 Nisan 2001'de çıkarılan 4561 sayılı kanun ile fiyat istikrarını sağlaması temel amacı olarak belirlenmiştir. Bu amacı sağlamak için para politikası araçlarını kullanmaya ve bu araçları belirlemeye ve uygulamaya yetkili kılınmıştır.

2000 yılından itibaren uygulamaya konulan istikrar programının gereklilikleri yerine getirilememiş ve bankaların ihtiyacı olan likidite karşılanamamıştır. Bunun sonucunda Kasım 2000 krizi ortaya çıkmıştır. Bu kriz IMF tarafından ek kredi sağlanarak atlatılsa da yaşanan siyasi gerginlikle birlikte Şubat 2001 krizini getirmiştir. Şubat 2001 krizi finansal piyasaların tıkanmasına ve ödemeler sisteminin aksamasına yol açmıştır. Ayrıca dövize olan talep hızlıca yükselmiştir. Bu kriz Türkiye için dönüm noktası olmuştur. Güçlü ekonomiye Geçiş Programı bu dönemde devreye sokulmuş ve döviz dalgalanmaya bırakılmıştır. Bu programla ülkedeki güven ortamının ve ekonominin yeniden yapılandırılmasını sağlayarak bir daha bu ortama dönülmemesi amaçlanmıştır. Ayrıca merkez bankasının görev tanımına temel amacı fiyat istikrarı ibaresi eklenmiştir.

Türkiye, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin etkisiyle 2001 yılında -%5,9 daralma yaşarken enflasyon oranları %70 seviyelerine kadar çıkmıştır. Bütçe açığı yine 2001 yılında %11,89'a kadar çıkmıştır. Kriz sonrası dalgalı döviz kuruna geçilmesi ve TL'de devalüasyona gidilmesi ihracatçıları olumlu yönde etkilemiştir. Krizin etkisiyle iç talepte birlikte büyük oranda daralma görülmüş, firmalar krizden çıkış yolu olarak ihracata yönelmişlerdir. Bunun neticesinde, ihracat 2001 yılında, 2000 yılına göre % 12 oranında artmış ve 31,1 milyar dolara yükselmiştir. İthalat da 2000 yılında %25,7 azalarak 40,5 milyar dolara gerilemesiyle birlikte 40 milyar 507 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla dış ticaret açığı 26,8 milyar dolardan, 10,1 milyar dolara gerilemiştir.

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin meydana geldiği dönemde 2000 yılında cari açığın/GSYH'ye oranı -1,7 olarak gerçekleşmiş onu takip eden kriz yılında ekonomide ve dış ticarete yaşanan daralma sonucu cari açığın/GSYH'ye oranı %1,9 fazla vermiştir. Türkiye bu döneme kadar kamu ağırlıklı bütçe açığına dayalı bir politika izlerken yaşanan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin ardından ilerleyen yıllar içerisinde özel sektör ağırlıklı borçlanma modeline geçiş yapmıştır. 2001 yılında toplam borç stoku 115 milyar dolar civarında gerçekleşirken bu borcun 71.4 milyar doları kamu sektörüne 4.6 milyar doları özel sektöre aittir.

TCBM, 2001 yılında döviz kuru hedefleme stratejisinin başarısız sonuçlanmasından sonra 2002 yılında enflasyon hedeflemesi stratejisine hazırlık kapsamında Örtük Enflasyon Hedeflemesi olarak tanımlanan uygulamaya geçmiştir. TCMB, 2001 yılında kazandığı bağımsızlıktan sonra dalgalı döviz kuruna geçiş yapılmıştır. Daha sonra 2002 yılından itibaren uygulamaya koyulan enflasyon hedeflemesi stratejisi başarılı bir şekilde yürütülmüş böylece TCMB'ye karşı olan güven artmış ve bu durum uygulanan para politikalarına olumlu şekilde yansımıştır. Dolayısıyla yaşanan bu gelişmeler karşısında enflasyon tek haneli rakamlara düşmüştür. TCMB, 2006 yılından itibaren açık enflasyon hedeflemesine geçiş yaparak 2002-2005 dönemini başarılı bir şekilde bitirmiştir.

2002-2005 dönemi enflasyon hedeflemesi açısından başarılı bir dönem olarak kabul edilebilir. Ayrıca, bu dönem içerisinde TCMB'ye olan güvenilirlik de artmıştır. Bu dönem içerisinde ortalama %7 büyüme gerçekleşirken bütçe açığı hızla azalmıştır. İşsizlik oranları %10 civarında seyretmiştir. 2002-2005 dönemi içerisinde dış ticaret

verilerine bakıldığında dış ticaret açığında önemli artış görülmektedir. Türkiye'nin ara malı ithalatına bağımlılığı göz önünde bulundurulduğunda merkez bankasının bağımsızlığı, dalgalı döviz kuruna geçiş ve fiyat istikrarının sağlanması hem enflasyonun azalmasında hem de büyümenin artmasında destekleyici işlev görmüştür. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizinden sonraki birkaç yılda ithalat düşmesine bağlı olarak cari açık düşük seyretmektedir. Ancak sonraki yıllar içerisinde ekonomik büyümeyle birlikte cari açıkta da artışlar görülmektedir.

2006 yılının başından itibaren açık enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. Bu dönem yıl sonu enflasyon hedefleri sırasıyla %5, %4 ve %4 şeklinde belirlenmiştir. Ancak, bu dönem içerisinde hedeflenen enflasyon oranları tutturulamamıştır. 2006 yılı enflasyon oranı %9,65; 2007 yılında %8,39 olarak gerçekleşmiştir. 2007 yılında ihracat 100 milyar doları geçmiştir. Ancak ithalatın da 170 milyar dolara yükselmesi ile dış ticaret açığı artış göstermiştir.

Kasım 2000-Şubat 2001 krizinin ardından 2008 Küresel Krizine kadar Türkiye'de uygulanan politikalar ve ortaya çıkan sonuçlar üzerinde bir değerlendirme yapılacak olursa Türkiye üretmekten çok tüketen ve borcu borçla kapatan bir ülke görünümündedir. ABD'de ortaya çıkan mortgage krizi olarak adlandırılan ve tüm dünyayı etkisi altına alan 2008 Küresel kriz karşısında geleneksel olarak uygulanan politikalar yetersiz kalmıştır. 2008 Küresel finansal kriziyle birlikte fiyat istikrarının finansal istikrar için yeterli olmadığı merkez bankaları tarafından anlaşılmıştır. Merkez bankalarının yalnızca fiyat istikrarına odaklanmalarının ekonomik sonuçlar açısından yetersiz kaldığı görülmüştür.

Türkiye 2000 yılında bankacılık sektöründe yapılan yapısal değişimler sayesinde 2008 küresel finansal krizinin bankacılık sistemi üzerindeki etkisi kısıtlı kalmış ve herhangi bir banka iflas etmemiştir. Ancak kriz tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de hem iç hem dış talepte sert düşüşler yaratarak büyümede de daralmaya neden olmuştur. 2008 yıl sonunda enflasyon, %10,1 olarak gerçekleşerek belirlenen hedefin üzerinde kalırken, büyüme % 0,7'de kalmıştır. Küresel krizin etkisiyle 2009 yılında %14'e yükselirken büyümede %-4,7 daralma gerçekleşmiştir. 2008 Küresel krizinin etkisi ile dünyada ve Türkiye'de olumsuz gelişmeler yaşanmasına rağmen, 2008 yılında ihracat 132 milyar dolara ulaşmıştır. 2009 yılına gelindiğinde ise, enflasyon oranının yüzde 6,53 olarak gerçekleşmesi hedeflenen enflasyonun gerçekleştiğini göstermektedir.

TCMB finansal problemleri gidermek amacıyla 2008 krizinin ortaya çıkışı ile talebi canlandırmak amacıyla politika faiz oranlarını hızla indirmiştir. 2008'de ortaya çıkan ve etkisini 2009 yılının başında da sürdüren küresel finansal kriz, iç ve dış talebin istenilen düzeyde olmamasından dolayı merkez bankalarını çeşitli arayışlara sokmuştur. Fakat finansal piyasalarda aksaklıklar devam etmiştir. 2009 yılının ortalarına doğru ekonomideki olumlu gelişmelerden dolayı merkez bankaları faizi bir süre sabit tutmuştur. 2010 yılından itibaren TCMB tarafından geleneksel olmayan para politikaları devreye sokulmuştur. Bu dönemde temel hedef olan fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarda yaşanan aksaklıklardan dolayı finansal istikrarı da amaç edinen bir politika uygulamaya başlamıştır. Geleneksel olmayan para politikalarının özellikle kriz döneminde başarılı olduğu söylenebilir. Bu durumun nedeni ise krizde yaşanan belirsizliği azaltması ve güven vermesidir.

TCMB'nin bu dönemde birçok merkez bankası gibi krizin olumsuz etkilerini sınırlayabilmek için özellikle yoğun olarak kullanmaya başladığı araçlar arasında faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar başta olmak üzere ROM ve likidite yönetimi politikalarına başvurduğu görülmektedir. TCMB 2010 yılından itibaren faiz koridoruyla yabancı sermayenin ani çıkışlarını engellemek için faiz koridorunu yukarı çekerek dövizde ortaya çıkan sert dalgalanmaları engellemiştir. Merkez Bankası kimi zaman gecelik fonlama faizini kimi zaman da politika faizini kullanmaktadır. Ancak, merkez bankası politika faizini siyasi baskılardan dolayı artırmakta zorlanabilmektedir. Bu durumda merkez bankası gecelik borç verme faizini kullanarak bankaları ve finansal kuruluşları fonlamaktadır.

TCMB finansal istikrarı koruyabilmek ve güçlendirebilmek için zorunlu karşılıklar aracını 2010 yılından itibaren kullanmaya başlamıştır. Bu araçla merkez bankası ekonominin canlanmasını istediği dönemlerde kredi hacmini artırabilmek (azaltabilmek) için zorunlu karşılık oranlarını düşürmektedir. TCMB'nin geliştirdiği rezerv opsiyon mekanizması ise zorunlu karşılıklar kapsamında banka ve banka dışı finansman kuruluşlarının merkez bankasında tutmak zorunda oldukları varlıkların belirli bir kısmını altın veya yabancı para olarak saklama imkânı sunmaktadır. Ayrıca TCMB rezerv opsiyon mekanizması sayesinde yaşanacak sermaye dalgalanmalarına karşı duyarlılığını da azaltabilmektedir. Diğer önemli araçlardan likidite yönetimi ile haftalık ve üç aylık repo ihaleleri, koridor sistemi ile Türk lirası zorunluk karşılıklar

mekanizması kullanılmaktadır. Yabancı para likiditesi için ise döviz alım-satım ihaleleri, doğrudan döviz satım, ROM, bir haftalık ve bir aylık döviz depo faizi araçları kullanılmaktadır. Bu politika ile amaç kısa vadeli faiz oranlarını merkez bankası tarafından belirlenen gecelik faiz oranı ya da politika faiz oranı civarında oluşmasını sağlamaktır (Yurt, 2016: 118-119).

Türkiye’de 2012 yılından itibaren gerçekleşen enflasyon, hedeflenen enflasyonun çok üstünde olmaktadır. Özellikle 2018 yılında %20,4 ile 2002 yılından sonra en yüksek seviyeye çıkmıştır. Bu durum Türkiye açısından yüksek enflasyon sorununun çözülemediğini göstermektedir. İşsizlik ise son yıllarda genellikle %10 civarı seyrederken 2012 yılında %8,4’le son yılların en düşük oranı olarak gerçekleşmiştir. Ancak 2019 yılında bu oran %13,7 ile son yirmi yıl içerisinde en yüksek seviyeye çıkmıştır. Bütçe açığının GSYH’ye oranı son yıllarda genellikle %2 civarında seyrederken 2019 yılında bu oran %2,9 olarak gerçekleşmiştir. Büyüme oranlarında 2010 ve 2017 yıllarında yüksek bir büyüme gerçekleşmiş, 2019 yılında ise büyüme %0,9’da kalmıştır.

Küresel krizden kaynaklı 2009 yılında ekonomideki daralmadan dolayı cari açığa gerileme olmuştur. Ancak, 2011 yılında cari işlemler/GSYH oranı yüzde 9,7 gibi tehlikeli olan bir noktaya çıkarken büyüme yüzde 8,8 düzeyinde gerçekleşmiştir. Türkiye’nin yüksek büyüme oranlarının olduğu yıllarda cari dengede yüksek ölçüde açık verildiği görülmektedir. Bu duruma örnek olarak 2010 ve 2017 yılları gösterilebilir. Ülke ekonomisinde ciddi bir kırılma yaşanmasına ve dış şoklar karşısında olumsuz etkilenmesine neden olmaktadır. Yabancı sermaye girişi olmadan ülke ekonomisi büyüme gösterememektedir. Dış kaynak girdisinin artması için de yüksek faiz düşük kur tercih edilmektedir. Ekonomik büyümenin olmaması da işsizlik ve yoksulluğa olumsuz yönde etki etmektedir.

Türkiye’nin dış borç stokun 2019 yılında düşüş göstermiştir. Kamu kesiminde dış borç artışı devam ederken özel kesimin borcu 2018 ve 2019 yıllarında azalış yaşamaktadır. 2008 küresel krizinin etkisiyle 2009 yılından sonra dış borç ilk kez azalma eğilimine girmiştir. Dış borcun dört yüz elli milyar dolar seviyelerine gelmesinde özellikle ülkede gelir düzeyinden kaynaklı tasarrufun düşük kalması ve sermaye piyasalarının yeterince gelişmemiş olması etkilidir. Öte yandan uluslararası

alanda faiz oranlarının Türkiye'ye göre daha düşük kalması dış borçlanmayı artıran önemli etkenlerden biridir.

Sonuç itibarıyla, Türkiye ekonomisinde 2001 Şubat krizinden sonra 2002-2005 yılları arasında uygulanan örtük enflasyon hedeflemesi programı sonucunda fiyat istikrarı konusunda önemli bir başarı sağlanmıştır. Ancak son yıllarda özellikle 2011 yılından itibaren gerçekleşen enflasyon, hedeflenen enflasyondan uzaklaşmaktadır. Bu durum enflasyon hedeflemesinde başarının sağlandığı noktada sorun yaratmakta ve TCMB'ye karşı olan güveni azaltmaktadır. Türkiye 2000'lerden önce ekonomi politikasında kamu ağırlıklı, bütçe açığına dayalı ve kamu borçlanması ile yürütülmeye çalışılan bir politika izlemekteydi. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin yaşanmasının ardından bu politika terk edilerek cari açığa dayalı ve özel sektörün dış borçlanması ağırlıklı bir ekonomi modeli uygulanmaya başlanmıştır. Dolayısıyla kamunun dış borçlanma hızında düşüş yaşanırken özel sektörün dış borçlanma hızı artmaya başlamıştır. Dolayısıyla Türkiye'deki kronik cari açık ve cari açığın finansmanı konusunda yaşanan zorluklar merkez bankasının para politikası araçlarını performansları açısından kısıtlamaktadır.

Merkez bankaları açısından bir diğer önemli konu ise yasal bağımsızlık olarak teminat altın alınan araç bağımsızlığıdır. 2001 yılında kanunla TCMB yasal bağımsızlık elde etmiştir. Ancak yasal bağımsızlık önemli olduğu kadar politik bağımsızlık da önemlidir. Özellikle son yıllarda siyasi iktidarla merkez bankası arasında faizlerin artırılmaması ve hükümet kanadında faizlerin düşürülmesinden yana olan tavır TCMB'nin baskı altına almasına neden olmaktadır. Bu nedenle politika aracı olan faiz etkin bir şekilde kullanılamamaktadır. Dolayısıyla bu durum, TCMB'nin bağımsızlık düzeyinin zayıflamasına yol açmaktadır.

2000-2001 krizinden sonra yapılan reformların ve uygulanan para politikalarının başta enflasyon olmak üzere büyüme ve dış borcun azalmasına olumlu katkılar yaptığı görülmektedir. 2008 mortgage krizinin ortaya çıkmasından sonra TCMB, 2008 küresel krizinin etkilerini en aza indirmek amacıyla da geleneksel para politikası araçlarının yanına geleneksel olmayan para politikası araçlarını eklemiştir. TCMB bu araçları etkin bir şekilde kullanmaya çalışmıştır. Ancak, özellikle 2012 yılından itibaren enflasyonda istenilen sonuçlara ulaşamamıştır. Krizden sonra günümüze kadar yaşanan süreçteki ekonomik veriler incelendiğinde TCMB'nin uyguladığı araçların belirli ölçüde başarı

yakaladığı söylenebilir. Bu başarının yakalanmasında Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizinin ardından yapılan reformların ve ABD başta olmak üzere uluslararası alanda yaşanan likidite bolluğunun katkısı olduğu görülmektedir. Ancak yine belirtmeli ki son yıllarda siyasal iktidarla yaşanan faiz sorunu gerektiği zamanda bu aracın kullanılmaması belirsizliğin yaşanmasına ve TL’de değer kaybına yol açmıştır. Ayrıca bu durum uygulanan para politikası araçlarının etkin bir şekilde kullanılmasında başarılı olmadığı sonucunu göstermektedir.

Küreselleşen dünyada merkez bankaları açısından önemli olan bir diğer nokta da teknolojinin yeni alanlar yaratmasıdır. Sanal paraların varlığı, para arzını kontrol etme noktasında merkez bankalarını gelecek yıllarda etkileyecek gibi görünmektedir. Dolayısıyla sanal paranın en günceli olan kripto para konusunda dünyada birçok ülke ve merkez bankaları ikiye ayrılmış durumdadır. Merkez Bankasının para politikasını yürütmek için başvuracağı araçların performansı üzerinde sanal paraların etkili olması beklenmektedir.

KAYNAKÇA

- Acet, H. (2008). Para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi rejimi: teori, politika, ve Türkiye üzerine bir değerlendirme. (Doktora Tezi). Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Adıyaman, A. T. (2006). Dış borçlarımız ve ekonomik etkileri. *Sayıştay Dergisi*, 62, 21-45.
- Akay, K. H. (2011). Para politikasında zaman tutarsızlığı. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 56(2), 141-162.
- Akçay, A. Ö. ve Erataş, F. (2012). Cari açık ve ekonomik büyüme ilişkisinin panel nedensellik testi analizi ekseninde değerlendirilmesi, 20.10.2020 tarihinde <http://teacongress.org/papers2012/AKCAY-ERATAS.pdf> adresinden erişildi.
- Aksoy, E. A. (2019). Enflasyon hedeflemesi rejimi: Türkiye örneği. (Yüksek Lisans Tezi). Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Akyazı, H. (2004). Enflasyon hedeflemesi ülke deneyimleri ve Türkiye’de uygulanabilirliği. Ankara: Seçkin yayıncılık.
- Akyazı, H. ve Ekinci, A. (2009). Enflasyon hedeflemesi, büyüme ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. *Bankacılar Dergisi*, 68, 3-19.
- Al, İ. ve Akyazı, H. (2019). Merkez bankası dijital parası ve para politikasına yansımaları. *Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 19(3), 573-593.
- Alexander, K. L., Entwisle, D. R. ve Dauber, S. L. (1995). On the success of failure: A reassessment of the effects of retention in the primary grades. New York: Cambridge University Press.
- Alpago, H. (2018). Bitcoin’den selfcoin’e kripto para. *Uluslararası Bilimsel Araştırmalar Dergisi*, 3(2), 411-428.
- Alper, K., Kara, H. ve Yörükoğlu, M. (2012). Sermaye akımlarının etkilerini yumuşatmaya yönelik yeni bir para politikası aracı: Rezerv opsiyonu mekanizması. *İktisat ve Toplum Dergisi*, 25, 9-19.

- Alper, K. ve Tiryaki, S.T. (2011). Zorunlu karşılıkların para politikasındaki yeri. TCMB Yayınları, 8, 3-6.
- Alptekin, A. (2019). Enflasyon hedeflemesi döneminde makroekonomik değişkenler arasındaki ilişki: Türkiye örneği. (Yüksek Lisans Tezi). Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Altunöz, U. (2014). Cari Açık Sorununun Temel Nedenleri ve Sürdürülebilirliği: Türkiye Örneği. İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi.1(2). 115-132.
- Arabacı, H. (2017). Küresel kriz sonrası Türkiye’de uygulanan ekonomi politikaları. Sosyal Bilimler Araştırma Dergisi. 6(4), 1-10.
- Aras, G. ve Müslümov, A. (2012). Kredi piyasalarında asimetrik bilgi ve bankacılık sistemi üzerindeki etkileri. İktisat-işletme ve Finans Dergisi, 222, 55-65.
- Ardıç, H. (2004). 1994 ve 2001 yılı ekonomik krizlerinin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası bilançosunda yarattığı hareketlerin incelenmesi. (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- Arslan, C. (2014). Katalaksi Kpss A. İstanbul: Derin Yayınları.
- Aydın, B. Ş. (2019). Türkiye ekonomisinde geleneksel olmayan para politikalarının etkinliği. (Yüksek Lisans Tezi). Manisa Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Aydın, Y. (2015) 02.05.2020 tarihinde https://www.researchgate.net/publication/314261410_PARA_ARZININ_BELIRLENMESI adresinden erişildi.
- Aykırı, M. (2008). Ekonomik büyüme-enflasyon-işsizlik ilişkisi: Türkiye üzerine bir uygulama (1980-2005). (Yüksek Lisans Tezi). Kafkas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Bahçekapılı, C. (2015). Türkiye’nin ödemeler dengesi. İstanbul: Derin yayınları.
- Bakaç, B. (2019). Türkiye’de cari işlemler dengesi ve ekonomik büyüme ilişkisi. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Balıkesir Üniversitesi SBE, Balıkesir.
- Bakan, S. ve Akçacı, T. (2015). Parasal aktarım mekanizması: Türkiye ekonomisi için beklenti kanalının geçerliliği. Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 44, 68-78.

- Balat, A.H. (2010). Türkiye’de enflasyonla mücadelede, maliye politikalarının rolü ve etkisi (1990-2008 Yılları). (Yüksek Lisans Tezi). Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Balkan, H. (2018). Türkiye’de neo-liberal iktisat politikaları kapsamında para politikası uygulamaları. (Yüksek Lisans Tezi). Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Barışık, S. (2004). Merkez bankası bağımsızlığı, makroekonomik etkileri ve 2001 tarihli TCMB kanununun yansımaları. Ankara Üniversitesi SBF Dergisi. 59(3), 1-20.
- Bartal, R. (2019). Türkiye’nin 2007-2017 dönemi dış borcunun ekonomik büyüme üzerindeki etkileri. 3(8), 25-32.
- Başçı, E. ve Kara H. (2011). Finansal istikrar ve para politikası. İktisat İşletme ve Finans, 26(302), 9-25.
- Baştürk, M. F. ve Ertürk, E. (2018). Küresel kriz sonrası gelişmiş ülke merkez bankalarının negatif faiz oranı politikası uygulamaları: bir değerlendirme. Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi. 21(40), 289-312.
- Bay, E. (2017). Enflasyon hedeflemesi ve sapmasının nedenleri. (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul 29 Mayıs Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- BBC (2020). 20.11.2020 tarihinde <https://www.bbc.com/turkce/haberler-turkiye-54850138> adresinden erişildi.
- BIS (2019). Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis. CGFS Papers, Bank for International Settlements, No: 63, Autumn.
- Biçici, K. (2015). Para politikası şoklarının hâsıla ve fiyat düzeyi üzerindeki asimetric etkileri: Orta asya ve balkan ülkeleri uygulaması. (Yüksek Lisans Tezi). Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Birinci, M. ve Aslan, M. (2018). 30.08.2020 tarihinde <https://www.aa.com.tr/tr/analiz/dunden-bugune-merkez-bankalarinda-sozlu-yonlendirme/1564979#> adresinden erişildi.
- Bocutoğlu, E. (2009). Makro iktisat teoriler ve politikalar. Trabzon: Murathan Yayınevi.
- Bozkurt, C. (2006). Parasal hedefleme stratejileri: Türkiye için uygun politika seçimleri. (Yüksek Lisans Tezi). Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Böcüoğlu, M. E. (2015). Rezerv opsiyon mekanizmasının banka davranışlarına etkisi. (Uzmanlık yeterlilik tezi). Ankara.

- Bölükbaş, M. (2016). Türkiye’de ekonomi politikalarının etkileri: 2000 Sonrası dönem için bir uygulama. (Doktora Tezi). Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Büyükakın, F., Cengiz, V. ve Türk, A. (2008). Türkiye’de para politikası aktarım mekanizması: Döviz kuru kanalı üzerine bir değerlendirme. 25 Mart 2020 tarihinde <https://www.mevzuatdergisi.com/2008/08a/02.htm> adresinden erişildi.
- Büyükakın, T. ve Erarslan, C. (2004). Enflasyon hedeflemesi ve türkiye’de uygulanabilirliğinin değerlendirilmesi. (8), 18-37.
- Calvo, G., Mishkin, F. (2003). The mirage of exchange rate regimes for emerging market countries. NBER Working Paper, No: 9808.
- Celasun, M. (2002). 2001 krizi öncesi ve sonrası: makroekonomik ve mali bir Değerlendirme. Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 3(1), 76-97.
- Cengiz, V. (2009). Parasal aktarım mekanizması işleyişi ve ampirik bulgular. Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, (33), 225-247.
- Cevat G, Emsen, Ö. E. ve Değer, M.K. (2008). İthalata Dayalı İhracat ve Ekonomik Büyüme: 1980-2006 Türkiye Deneyimi. Ulusal İktisat Kongresi, 2.
- Ceylan, E. (2010). Para politikası amaçları, araçları, Türkiye’de 1980 sonrası izlenen para politikası uygulamaları ve 2000 yılı sonrası Türk dış ticaretindeki gelişmeler. (Yüksek Lisans Tezi). Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Cihangir, M. (2005). Finansal krizlerin banka birleşmelerine etkileri: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri Çerçevesinde Kronolojik Bir Yaklaşım. Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 19(1), 99-116.
- Cinel, E. (2018). Türkiye’de enflasyon ve enflasyon hedeflemesi. Bilge Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi, 2(2), 85-98.
- Courses. (2020). 17.10.2020 tarihinde <https://courses.lumenlearning.com/sunymacroeconomics/chapter/the-demand-for-money/> adresinden erişildi.
- Çağlav, E. D. (2014). Para Politikası Araçlarının Etkinliği Çerçevesinde Türkiye’deki Para Politikası Uygulamaları 1990-2012. (Yüksek Lisans Tezi). Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Çağlayan, T. (2018). Para politikası stratejisi olarak nominal GSYİH hedeflemesi. (Yüksek Lisans Tezi). Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Çatalbaş, K. G. (2007). Türkiye’de para arzı ile enflasyon arasındaki ilişkinin parametrik olmayan regresyon analizi ile incelenmesi. Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 9(3), 197-212.
- Çelik, M. (2008). Para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi: Türkiye örneği. (Yüksek Lisans Tezi). Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Çetin, M. Ö. (2016). TCMB para politikası uygulamalarının gelişimi. Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, 8(14), 67-101.
- Çiftci, E. (2015). Türkiye’de enflasyon ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki: Ampirik bir uygulama (1980-2014). (Yüksek Lisans Tezi). Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Dell’Araccia, G., Rabanal, P. ve Sandri, D. (2018). Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom. Hutchins Working Paper No:48.
- Demir, F., Karabıyık, A., Ermişoğlu., E. ve Küçük, A. (2008). ABD mortgage krizi, Ankara: BDDK Çalışma Tebliği. 3.
- Demirdöğen, Y. (2020). Dijital dönüşüm ve finansal teknolojilere yansımaları. Nobel Bilimsel Eserler, 129-156.
- Demirhan, İ. (2007). Türkiye’de para politikası uygulamaları ve enflasyon hedeflemesi. (Yüksek Lisans Tezi). Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Devine, M., Mccoy, D. (1998). The formulation of monetary policy in EMU. Central Bank of Ireland.
- Dinler, Z. (2010). İktisada giriş. Ankara: Ekin Kitabevi Yayınları.
- Duramaz, S. ve Dilber, İ. (2015). Küresel kriz sürecinde para politikasında yeni bir araç olarak faiz koridoruna genel bir bakış. Maliye Araştırmaları Dergisi, 1(1), 29-38.
- Durmuş, H. (2018). Türkiye’de enflasyon hedeflemesi: Örtük enflasyon ve açık enflasyon dönemleri üzerine bir değerlendirme. Siirt Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 6(11), 181-201.
- ECB (2015). 17.10.2020 tarihinde <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2015en.pdf> adresinden erişildi.

- ECB (2020). Report on a Digital Euro. 11 Kasım 2020 tarihinde https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/Report_on_a_digital_euro~4d7268b458.en.pdf adresinden erişildi.
- Eğilmez, M. (2012). 15.12.2020 tarihinde <http://www.mahfiegilmez.com/2012/10/kur-rejimleri-veturkiyeuygulamas.html> adresinden erişildi.
- Eğilmez, M. (2013). 01.11.2020 tarihinde <http://www.mahfiegilmez.com/2013/12/ds-borclarmz.html> adresinden erişildi.
- Eğilmez, M. (2015). 11.11.2020 tarihinde Parasal genişleme uygulamaları. <https://www.mahfiegilmez.com/2015/09/parasal-genisleme-uygulamalar.html> adresinden erişildi.
- Eğilmez, M. (2018a). 12.10.2020 tarihinde <http://www.mahfiegilmez.com/2018/05/faiz-politikas-sadelesti-mi.html?m=1>. adresinden erişildi.
- Eğilmez, M. (2018b). 12.10.2020 tarihinde <http://www.mahfiegilmez.com/2018/05/finansal-piyasalar-karsk.html?m=1>. adresinden erişildi.
- Eğilmez, M. (2018c). 10.11.2020 tarihinde <http://www.mahfiegilmez.com/2018/07/kur-faiz-enflasyon-uclusu.html#more> adresinden erişildi.
- Ejder, H. L. (2002). Kamu açıkları ile enflasyon arasındaki ilişkinin analizi ve değerlendirilmesi. Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi. 4(3), 189-208.
- Eker, K. H. (2018). 05.11.2020 tarihinde <https://www.karakasekerhukuk.com/wp-content/uploads/2018/11/B%C4%B0TCO%C4%B0N-VE-KR%C4%B0PTO-PARALARIN-HUKUK%C4%B0-Y%C3%96NDEN-DE%C4%9EERLEND%C4%B0R%C4%B0LMES%C4%B0.pdf> adresinden erişildi.
- Ekodialog (2020). 04 Haziran 2020 tarihinde https://www.ekodialog.com/uluslararası_ekonomi/enflasyon-cesitleri-nelerdir.html adresinden erişildi.
- Erbaykal, E. (2007). Türkiye’de ekonomik büyüme ve döviz kuru cari açık üzerinde etkili midir? Bir nedensellik analizi. ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, 3(6), 81-88.
- Erdönmez, P.A. (2009). Küresel kriz ve ülkeler tarafından alınan önlemler kronolojisi. Bankacılar Dergisi, 68, 85-101.

- Ergin, A. ve Aydın, H. İ. (2017). Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Bir Araç: Rezerv Opsiyon Mekanizması. *Batman Üniversitesi Yaşam Bilimleri Dergisi*, 7(1), 63-75.
- Ermışoğlu, E. (2011). Enflasyon hedeflemesi rejiminin Türkiye'deki başarısının değerlendirilmesi. (Uzmanlık Yeterlilik Tezi). Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- Eroğlu, N. (2009). Türkiye'de 1990'lı ve 2000'li yıllarda para politikaları. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi*. 26(1), 23-42.
- Eroğlu, Ö. (2004). Para teorisi ve politikası. Isparta: SDÜ Basımevi.
- Ersoy, H. ve Işıl, G. (2016). Küresel kriz sonrası merkez bankası para politikaları ve finansal sistem üzerine etkileri. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 15(29). 249-374.
- Fırat, E. (2006). Ekonomik Krizler ve İstikrar Paketleri Türkiye Uygulaması (1980-2002). (Yüksek Lisans Tezi). Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Fidan, M. (2011). KOBİ kredi piyasasında asimetrik bilgi ve ahlaki tehlike: Laleli örneği. *Maliye Finans Yazıları*, 1(90), 41-57.
- Fidan, M., Dilek, S., ve Esev, A. (2019). Dünden bugüne paranın tarihi ve Türkiye'de kağıt para kullanımı. *Sosyal Bilimler Dergisi*, 9(18), 141-162.
- Geçer, T. (2014). Elektronik Para ve Elektronik Para Kuruluşları. *İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 3(5), 197-208.
- Ghosh, P., Mookherjee, D. ve Ray, D. (1999). Credit Rationing in Developing Countries: An Overview of the Theory. 20 Aralık 2020 tarihinde <https://www.nyu.edu/econ/user/debraj/Papers/Gmr.pdf> adresinden erişildi.
- Glocker, C. ve Towbin, P. (2012). Reserve requirements for price and financial stability: when are they effective?. *International Journal of Central Banking*. Vol. 8, No. 1, 65–114.
- Gökmenoğlu, K. K. (2012). 1980 Sonrası Türkiye'de reel faiz oranı serilerinin özellikleri ve politika etkileri. (Doktora Tezi). Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- GTB (Gümrük ve Ticaret Bakanlığı) (2020). 19.11.2020 tarihinde <http://risk.gtb.gov.tr/data/572b3a8a1a79f50cd8a22b1a/2-Aylara%20Gore%20Dis%20Ticaret.pdf> adresinden erişildi.

- Guluzade, F. (2019). 2008 Finansal krizinin ardından Türkiye'de uygulanan para politikaları. Bursa Uludağ Üniversitesi. (Yüksek Lisans Tezi).
- Gül, E, ve Gürbüz, A . (2015). Enflasyon hedeflemesi ve Türkiye'de uygulanabilirliği. Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, (14), 63-83.
- Güler, H., (2009). Likidite Yönetimi Çerçevesinde Dolaşımdaki Para Hacminin Modellenmesi ve Likidite Tahmini. (Uzman Yeterlilik Tezi), Ankara.
- Gülşen, C. (2009). Paranın işlevleri ve cumhuriyet öncesi kağıt para uygulamaları. (Yüksek Lisans Tezi). Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Güney, P. Ö. (2006). İstikrar politikaları, hedefleme stratejileri ve Türkiye örneği. Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 24(1), 21-44.
- Gürsoy, A. (2013). 1990–2000 ve 2001–2007 dönemleri para politikası uygulamalarının karşılaştırılması. (Yüksek Lisans Tezi). Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Hiç, M. (1987). Para teorisi ve politikası. İstanbul: Filiz Kitabevi.
- HMB (Hazine ve Maliye Bakanlığı) (2019). Ekonomik Göstergeler, Ankara.
- IMKB (2011). Cevaplarla borsa ve sermaye piyasası. İstanbul.
- Işık, S. (2015). 2008 küresel ekonomik krizi sonrası Türkiye'de uygulanan yeni para politikası stratejisi ve sonuçları. (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- İslatince, H. (2016). Para arzı ve enflasyon ilişkisi: Türkiye için nedensellik analizi (1988-2016). Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 17(3), 43-56.
- Joyce, M., Tong, M. ve Woods, R. (2011). The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact, Bank of England Quarterly Bulletin 2011: Q3.
- Kalça, A. (2008). Eskiyeeni ekonomi. İstanbul: Element Yayınları.
- Kansu, A. (2007). Para politikasında şeffaflık ve enflasyonist beklentilerin yönlendirilmesi. Doğu Üniversitesi Dergisi, 8(1), 59-71.
- Kaplanhan, F. G. (2018). Kripto paranın vergilendirilmesinin mali yönden değerlendirilmesi. Journal of Life Economics, 5(3), 61-76.
- Kara, F. (2017). Makro ihtiyati para politikası araçlarının kriz performans göstergelerine olan etkisi: Türkiye analizi. (Doktora Tezi). Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Karaçallık, D. (2018). 25.10.2020 tarihinde <http://fintechtime.com/tr/2018/08/dijital-para-ile-elektronik-para-arasindaki-ayrim/> adresinden erişildi.
- Karagözlü, İ. E. (2016). 2008 Krizinde Amerikan Merkez Bankası, Avrupa Merkez Bankası ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın geleneksel olmayan para politikalarının analizi. (Doktora Tezi). Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Karahan, P. ve Uslu Ç. N. (2018). Kredi tayinlemesinin türk bankacılık sektöründe geçerliliğinin kalman filtresi tekniği ile test edilmesi. Finans Politik ile Yorumlar Dergisi, 55(635), 9-20.
- Karakaya, H. B. (2020). Enflasyon hedeflemesi rejimi ve seçili OECD üyesi ülkelerde Uygulanışı. Journal of Emerging Economies and Policy, 5(1), 23-33.
- Karanfil, N. ve Eroğlu, İ. (2019). Küresel kriz sonrası uygulanan para politikası ile enflasyon arasındaki ilişkinin ekonometrik analizi. Politik Ekonomik Kuram. 3(2), 214-232.
- Kartaloğlu, T. (2019). Küresel kriz sonrasında merkez bankalarının para politikası uygulamaları: Türk bankacılık sektörüne etkileri üzerine bir araştırma. (Yüksek Lisans Tezi). Bilecik Şeyh Edebali Üniversitesi.
- Kasapoğlu, Ö. (2007). Parasal aktarım mekanizmaları: Türkiye için uygulama. (Uzmanlık Yeterlilik Tezi). Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- Kaykaç, O. (2013). Türkiye'de ekonomik krizlerde para politikası uygulamaları (2001 krizi ve 2008 küresel krizi). (Yüksek Lisans Tezi). Bilecik Şeyh Edebali Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kesebir, M. (2018). 2008 Küresel finansal kriz ve bu krizin Türkiye'deki ekonomik göstergelere etkisi. Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 6(4), 531-538.
- Keyder, N. (2002). Para teori – politika – uygulama. Ankara: Seçkin yayıncılık.
- Keyder, N. ve Ertunga, İ, N. (2012). Para teori – politika – uygulama. Ankara: Seçkin yayıncılık.
- Khasiyev K. (2019). Enflasyon hedeflemesi stratejisinde para politikası uygulamaları ve finansal istikrar: Türkiye örneği. (Yüksek Lisans Tezi). Bursa Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Kılavuz, E. ve Altınöz, B. (2020). Türkiye’de para arzı ile enflasyon arasındaki İlişki: ARDL sınır testi yaklaşımı. *Ekonomi Politika ve Finans Araştırmaları Dergisi*, 5(2), 242-260.
- King, B. (2020). What is quantitative easing and how will it affect you?, BBC News. 8 Kasım 2020 tarihinde <https://www.bbc.com/news/business-15198789> adresinden erişildi.
- Koç, S. (2020). Paranın dijitalleşmesi ve merkez bankası dijital para olasılığı. *Bitlis Eren Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Akademik İzdüşüm Dergisi*, 5(2), 196-204.
- Koçyiğit, D. (2009). Olağan ve olağan dışı durumlarda kullanılan para politikası araçları ve likidite yönetim stratejileri. (Uzmanlık Yeterlilik Tezi). Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- Konak, A. (2018). Türkiye’de cari işlemler açığının nedenleri ve cari işlemler açığı - dış ticaret açığı ilişkisi. 2(2), 163-178.
- Korkmazer, G. (2018). Türkiye cumhuriyet merkez bankası gelişimi: Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri. *Ekonomi Maliye İşletme Dergisi*, 1(2), 79-92.
- Koyuncu, H. İ. (2019). Türkiye’de ekonomik büyüme, enflasyon ve para arzı ilişkisi: 2006-2018. (Yüksek Lisans Tezi). Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Köksel, B. ve Yöntem, T. (2014). Türk bankacılık sektöründe kredi tayinlaması: 2002-2013 Dönemi üzerine bir uygulama. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 43, 107-131.
- Köse, Y., Atık, M. ve Yılmaz, B. (2015). Türkiye için negatif faiz oranının uygulanabilirliği ve analitik olarak incelenmesi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*. 7(13), 321-339.
- Kutlu, S. ve Yurttagüler İ. M. (2016). Türkiye’de dış borç ve ekonomik büyüme ilişkisi: 1998-2014 dönemi için bir nedensellik analizi. 38(1), 229-248.
- Küçük, H. (2019). Merkez bankası bağımsızlığının anlamı, önemi ve türkiye ekonomisi için gerekliliği. (Yüksek Lisans Tezi). Kastamonu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Künç, S. (2011). Enflasyon teorileri. (Yüksek Lisans Tezi). Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Manap, Ö. (2018). Merkez bankası para politikası operasyonel hedef değişken seçimi: 2008 Krizi dönemi örnek bir analiz. İstanbul Sosyal Bilimler Dergisi, 20, 17-29.
- Manea, C. M. (2006). 17.10.2020 tarihinde <https://www.researchgate.net/publication/321757942> adresinden erişildi.
- Mangır, U. ve Ertem, A. (2016). Alternatif para politikası stratejisi olarak nominal gsyih hedeflemesi: Karşılaştırmalı bir analiz. 16(31), 162-185.
- Medium (2020). 25.10.2020 tarihinde <https://medium.com/blockchainturk/sanal-para-dijital-para-ve-kripto-para-8f1bdf5888df#:~:text=%C3%96zetlemek%20gerekirse%2C%20internet%20%C3%BCzerinden%20de%C4%9Fer,da%20dijital%20para%20olarak%20tan%C4%B1mlanabilir.&text=T%C3%BCm%20kripto%20paralar%20da%20birer,paralar%20birer%20kripto%20para%20de%C4%9Fildir> adresinden erişildi.
- Mevzuat. (2020). 20.10.2020 tarihinde <https://www.mevzuatdergisi.com/2010/06a/02.htm#:~:text=1.1.2.4.&text=Mali%20bask%C4%B1nl%C4%B1k%20y%C3%BCksek%20d%C3%BCzeydeki%20Okamu,politikas%C4%B1n%C4%B1n%20etkinli%C4%9Fini%20azalmas%C4%B1%20anlam%C4%B1na%20gelmektedir.> adresinden erişildi.
- Mızırak, Z. (2004). Türkiye dış ticaretin gelişim serüveni (1980-2004). Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi. 7(1), 89-100.
- Mishkin, F. S. (1998). International experiences with different monetary policy regimes, Stockholm.
- Mishkin, F. (1999) "International experiences with different monetary policy regimes." NBER Working Paper, No: 6965.
- Mishkin, F.S. (2000). Para Politikası ve Teorisi. (Çev: İ. Şıklar, A. Çakmak ve S. Yavuz, Çev.). İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Mishkin, F. (2004). The economics of money, banking, and financial markets. (7th Edition). Boston: Pearson.
- Mishkin, F. (2016). The economics of money, banking, and financial markets. (11th Edition). Boston: Pearson.
- Mutafoğlu, G. Ç. (2019). Para politikası araçlarının ekonomi üzerindeki rolü ve Türkiye uygulaması. (Yüksek Lisans Tezi). Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Nair, J., ve Motwani, D. A. (2018). Crypto currency: bubble or boom. International Journal of Advance Research in Computer Science and Management Studies, 6(1), 35-42.
- Nergiz, Ö. (2018). Geleneksel olmayan para politikaları ve son dönemdeki uygulamaları. (Yüksek Lisans Tezi). Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Oktar, S. ve Dalyancı, L. (2011). Türkiye ekonomisinde para politikası ve enflasyon arasındaki ilişkinin analizi. Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, (31)2, 1-20.
- Oktay, S. (2015). 04.07.2020 tarihinde <https://businessht.bloomberght.com/piyasalar/haber/1109187-merkezden-tarihi-bir-donemec> adresinden erişildi.
- Oktayer, A. (2010). Türkiye’de bütçe açığı, para arzı ve enflasyon ilişkisi. Maliye Dergisi. 158(1), 431-447.
- Orakçı, C. A. (2009). Para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi: Dünya ve Türkiye uygulaması. (Yüksek Lisans Tezi). Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Orhan, A. (2007). Para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi ve Türkiye uygulaması. (Doktora Tezi). Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Orhan, O. ve Erdoğan S. (2007). Para politikası. Ankara: Yazıt Yayıncılık.
- Oskay, C. (2010). Türkiye’de dış borçlar ve avrupa borç krizinin olası yansıması üzerine bir değerlendirme. Bütçe Dünyası Dergisi, 2(34), 58-75.
- Öçal, T. ve Çolak Ö. F. (1999). Finansal sistem ve bankalar. Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık.
- Önder, T. (2005). Para politikası, amaçları ve Türkiye uygulaması. (Uzman Yeterlilik Tezi), Ankara.
- Özatay, F. (2012). Para politikasında yeni arayışlar. İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, 27(315), 51-75.
- Özbaş, M. Y. (2019). Elektronik para ve sanal para: Bitcoin geleceğin para birimi olabilir mi?. İşletme Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi, 1(1), 85 – 104.
- Özdemir, İ. (2014). Küresel mortgage krizi ve Türkiye ekonomisine etkileri. (Yüksek Lisans Tezi). Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Özdurak, T. S. (2015). Makro iktisat. İstanbul: İkinci Sayfa Yayınları.
- Özer, M. O. (2014). Küresel kriz sırasında Türkiye’de uygulanan para politikaları. (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul Üniversitesi.
- Özkan, A. (2019). Finansal yenilikler ve para talebi ilişkisi: Türkiye örneği. (Yüksek Lisans Tezi). Eskişehir Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Özkurt, İ. C. (2016). Türkiye’de enflasyon hedeflemesi politikasını etkileyen etmenler; Ekonometrik bir analiz. Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 19(35), 431-453.
- Özmen, M., ve Koçak, İ. F. (2012). Enflasyon, bütçe açığı ve para arzı ilişkisinin ARDL yaklaşımı ile tahmini: Türkiye örneği. Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 16(1), 1-19.
- Öztürk, N. (2011). Para banka kredi. Bursa: Ekin Yayınevi. 1. Baskı.
- Öztürk, N. (2017). Para banka kredi. Bursa: Ekin Yayınevi. 4. Baskı
- Özyurt, H. (2006). Para teorisi ve para politikası. Trabzon: Derya Kitabevi. 2. Baskı.
- Özyurt, H. (2012). Para teorisi ve para politikası. Trabzon: Derya Kitabevi. 4. Baskı.
- Parasız, İ. (2002). Enflasyon Kriz ve Ayarlamalar. Bursa: Ezgi kitabevi.
- Paya, M. (2013). Para teorisi ve para politikası. İstanbul: Türkmen Kitabevi Yayınları.
- Pehlivan, N. (2015). Alternatif para politikası stratejilerinin karşılaştırılması ve Türkiye’nin enflasyon hedeflemesi deneyimi. (Yüksek Lisans Tezi). Kırklareli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Peker, H. (2011). Türkiye’de enflasyon ve enflasyon hedeflemesi uygulamasının değerlendirilmesi. Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi, 11(22), 495-496.
- Pirinççi, A. E. (2018). Yeni dünya düzeninde sanal para bitcoin’in değerlendirilmesi. Uluslararası Ekonomi Siyaseti Beşeri ve Sosyal Bilimler Dergisi, 1(1), 45-52.
- Pladson, K. (2020). China leads in race for digital currency. Deutsche Welle, 10 Kasım 2020 tarihinde <https://www.dw.com/en/china-digital-currency-yuan-bitcoin/a-55134692>, adresinden erişildi.
- RBNZ (2014). 20.10.2020 tarihinde <https://www.rbnz.govt.nz/research-and-publications/fact-sheets-and-guides/factsheet-what-is-inflation>. adresinden erişildi.
- Saçık, S.Y. ve Alagöz, M. (2010). Türkiye’de cari işlemler açığı sorunu ve borçlanma ile ilişkisi. Ekonomi Bilimleri Dergisi, 2(2), 114.

- Sarı, Y. (2007). Cumhuriyetten günümüze Türkiye'de uygulanan para politikaları. Hatay Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 4(7),
- Sarpkaya, S. S. (2009). Finansal krizler ve kriz dönemlerinde uygulanan para politikası araçları. (Yüksek Lisans Tezi). Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Schmid, P. (1999). Monetary targeting in practice: the german experience, Center for Financial Studies Working Paper, No:1999/03.
- Seffalık (2020). 09.11.2020 tarihinde <https://www.seffalik.org/dis-borc-stoku/> adresinden erişildi.
- Serel, A. ve Bayır, M. (2013). 2008 finansal krizinde para politikası uygulamaları: Türkiye örneği. Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, 11(19), 59-80.
- Serel, A. ve Darıcı, B. (2006). Para İkamesini Etkileyen Faktörler: Türkiye Uygulaması. Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi. 11(1), 150-167.
- Serel, A. ve Özkurt, İ. C. (2014). Geleneksel olmayan para politikası araçları ve Türkiye cumhuriyet merkez bankası. Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi. 22, 56-71.
- Sever, E. ve İğdeli A. (2015). enflasyon hedeflemesi ve ekonomik performans ilişkisi: türkiye örneği. Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 7(3), 33-42.
- Sungur, O. (2015). 2000 sonrası Türkiye ekonomisi: büyüme, enflasyon, işsizlik, borçlanma ve dış ticarete gelişmeler. Tematik Yazılar, Toplum ve Demokrasi, (19-20), 243-269.
- Susam, N. ve Bakkal, U. (2008). Kriz süreci makro değişkenleri ve 2009 bütçe büyüklüklerini nasıl etkileyecek?. Maliye Dergisi, 155, 72-88.
- Şahbaz, A. (2011). Cari İşlem Açıklarının Sürdürülebilirliği: 2001-2011 Türkiye Örneği. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 3(20), 417-432.
- Şahin, E, B. (2012). Türkiye’de dış borç sorunu ve Avrupa borç krizinin etkileri Türkiye’de dış borç ve ekonomik büyüme ilişkisi: 1998-2014 Dönemi için bir nedensellik analizi. Hukuk ve İktisat Araştırmalar Dergisi, 4(1), 45-54.
- Şahin, I. ve Karanfil, M. (2015). Türkiye ekonomisinde 1980-2013 dönemi para arzının enflasyon üzerindeki etkisi. İşletme ve Ekonomi Araştırma Dergisi, 6(4), 97-113
- Şimşek, H. A. (2007). Türkiye’de 2000 Sonrasında uygulanan istikrar programlarının

- kamu maliyesine etkileri. Finans Politik ile Ekonomik Yorumlar, 44(512), 52-68.
- Şit, M. ve Alancıoğlu, E. (2016). Türkiye’de cari işlemler dengesi ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki: VAR analizi. ASSAM Uluslararası Hakemli Dergi, 3(5): 5-23.
- Tabak, Ş, Ş. (2002). Elektronik para ve Merkez Bankacılığı. (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- Taban, S. ve Şengür, M. (2016). Türkiye’de enflasyonun kaynağının belirlenmesine yönelik ekonometrik bir analiz. Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, (47), 47-64.
- Takım, A. (2011). Türkiye’de para politikası stratejilerinin fiyat istikrarına etkisi: Enflasyon hedeflemesi örneği. Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 7(13), 15–35.
- TBB (Türkiye Borsalar Birliği) (2020). 09.11.2020 tarihinde <https://www.tbb.org.tr/tr/bankacilik/banka-ve-sektor-bilgileri/istatistiki-raporlar/59> adresinden erişildi.
- TCMB (2001). 2001 Yılı Para Politikası Raporu. Kasım 2001. Ankara.
- TCMB (2002). 2001 Yılı Para Politikası Raporu. Ankara.
- TCMB (2002a). 05.12.2020 tarihinde https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/105db298-2325-4d02-889f-89510af2d2f1/fiyat_istikrar.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKS-PACE-105db298-2325-4d02-889f-89510af2d2f1-m3fBePw adresinden erişildi.
- TCMB (2002b). 2001 Yılı Para Politikası Raporu. Ankara.
- TCMB (2003). 2002 Yılı Para Politikası Raporu. Ankara.
- TCMB (2004). 2003 Yılı Para Politikası Raporu. Ankara.
- TCMB (2005). 2004 Yılı Para Politikası Raporu. Ankara.
- TCMB (2006). Enflasyon raporu, Ocak 2006. Ankara.
- TCMB (2007). 2006 Yılı Para Politikası Raporu. Ankara.
- TCMB (2008a). 2007 Yılı Para Politikası Raporu. Ankara.
- TCMB (2008b). 2008 Enflasyon Raporu IV. Ankara.
- TCMB (2009). 2008 Yılı Para Politikası Raporu. Ankara.
- TCMB (2010). 2009 Yılı Para Politikası Raporu. Ankara.

TCMB (2012a). 06.11.2020 tarihinde

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ae014cbe-2845-497a-81e9-655c0e00b4fa/Brosur.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-ae014cbe-2845-497a-81e9-655c0e00b4fa-m5lkx0Y> adresinden erişildi.

TCMB (2012b). Küresel kriz sonrası para politikası. Ankara.

TCMB (2012c). 2013 Yılında Para ve Kur Politikası. Ankara.

TCMB (2012d). 2011 Yılı Para Politikası Raporu. Ankara.

TCMB (2013a). Enflasyon ve fiyat istikrarı. Ankara.

TCMB (2013b). Parasal aktarım mekanizması. Ankara.

TCMB (2013c). Para politikası kurulu kararı. (Toplantı Tarihi 22 Ocak 2013), Sayı.2013-01. Ankara.

TCMB (2014). 2013 Yılı Para Politikası Raporu. Ankara.

TCMB (2016). 2015 Yılı Para Politikası Raporu. Ankara.

TCMB (2017a). 2016 Yılı Para Politikası Raporu. Ankara.

TCMB (2017b). Para politikası kurulu kararı. (Toplantı Tarihi 22 Ocak 2013), Sayı.2013-01. Ankara.

TCMB (2018). Para politikası kurulu kararı toplantı özeti. (Toplantı Tarihi 20 Eylül 2018), Sayı.2018-41. Ankara.

TCMB (2019a). 2018 Yılı Para Politikası Raporu. Ankara.

TCMB (2019b). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. Ankara.

TCMB (2019c). 10.10.2020 tarihinde

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/basin/2019/duy2019-29> adresinden erişildi.

TCMB (2019d). 11.10.2020 tarihinde

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/basin/2019/duy2019-36> adresinden erişildi.

TCMB (2019e). 11.11.2020 tarihinde

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/basin/2019/duy2019-42> adresinden erişildi.

TCMB (2019f). 11.10.2020 tarihinde

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/basin/2019/duy2019-49> adresinden erişildi.

TCMB (2020a). 18.11.2020 tarihinde

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Merkez+Bankasi+Faiz+Oranlari/faiz-oranlari> adresinden erişildi.

TCMB (2020b). 18.11.2020 tarihinde

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/PPK/2018> adresinden erişildi.

TCMB (2020c). 18.11.2020 tarihinde

<https://tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/PPK/2019> adresinden erişildi.

TCMB (2020d). 09.11.2020 tarihinde

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari+ve+Enflasyon/Enflasyonun+Hedefleri> adresinden erişildi.

TCMB (2020e). 2019 Yıllık Faaliyet Raporu. Ankara.

TCMB (2020f). 20.11.2020 tarihinde

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/d1cad5ab-f700-4e6c-9ba4-95d8d524006e/zko.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-d1cad5ab-f700-4e6c-9ba4-95d8d524006e-ngiy7Q1> adresinden erişildi.

TCMB (2020g). 11.11.2020 tarihinde

<https://tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari+ve+Enflasyon/Enflasyonun+Hedefleri> adresinden erişildi.

Teber, H. (2018). Geleneksel olmayan para politikası araçları ve Türkiye. (Yüksek Lisans Tezi). Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

TOBB (2004). 2003 Ekonomik Raporu. Ankara.

TOBB (2006). 2005 Ekonomik Raporu. Ankara.

TOBB (2007). 2006 Ekonomik Raporu. Ankara.

TOBB (2008). 2007 Ekonomik Raporu. Ankara.

TOBB (2012). 2011 Ekonomik Raporu. Ankara.

TOBB (2014). 2013 Ekonomik Raporu. Ankara.

- Tolle, M. (2016). 11.11.2020 tarihinde Central bank digital currency: the end of monetary policy as we know it?. BankUnderground, 25 Temmuz 2016, <https://bankunderground.co.uk/2016/07/25/central-bank-digital-currency-the-end-of-monetary-policy-as-we-know-it/>, adresinden erişildi.
- TSPB (2009). 2008 Türkiye Sermaye Piyasası. İstanbul.
- TSPB (2010). 2009 Türkiye Sermaye Piyasası. İstanbul.
- TSPB (2011). 2010 Türkiye Sermaye Piyasası. İstanbul.
- TSPB (2015). 2014 Türkiye Sermaye Piyasası. İstanbul.
- TSPB (2018). 2017 Türkiye Sermaye Piyasası. İstanbul.
- TSPB (2019). 2018 Türkiye Sermaye Piyasası. İstanbul.
- TSPB (2020). 2019 Türkiye Sermaye Piyasası. İstanbul.
- Tufan, M. (2019). Para politikasında beklenti yönetimi: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası örneği (2001-2017). (Yüksek Lisans Tezi). Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Tuna, K. (2007). Enflasyon hedeflemesi ve ülke deneyimleri. Sosyal Bilimler Dergisi, 1, 223-250.
- Tunç B. (2012). Kredi hacmini etkileyen faktörler: banka kredileri eğilim anketi analizi. (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- Turan, Z. (2011). Dünyadaki ve Türkiye'deki krizlerin ortaya çıkış nedenleri ve ekonomik kalkınmaya etkisi. Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 4(1), 56-80.
- Tutar, E. (2005). Enflasyon hedeflemesinin önkoşulları: Türkiye'de para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkinin incelenmesi. (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- Tüfek, B. Ü. 2017, Elektronik ödeme araçları ve geleceğin yaklaşımı kripto para. (Yüksek Lisans Tezi). Bahçeşehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Umut, A. (2015). Küresel kriz sonrasında para politikasının dönüşümü: Türkiye örneği. (Yüksek Lisans Tezi). Kırklareli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Usanmaz, D. (2018). Türkiye'de enflasyon hedefleme stratejisi uygulama sürecinin analizi; 2002-2016 yılları örnekleme. (Yüksek Lisans Tezi). Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Uslu, H. (2019). Türkiye’de dış borçların sürdürülebilirliği: Yapısal kırılmalı bir analiz. 8(4), Sakarya İktisat Dergisi, 351-374.
- Uyar, G. (2019). Türkiye’de dış borçların ekonomik büyümeye etkisi: 1970-2017. (Yüksek Lisans Tezi). Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Uysal, M. (2001). Enflasyon hedeflemesi: Dünya’da ve Türkiye’deki uygulamaları. (Yüksek Lisans Tezi). Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Uysal, M. (2019). Küresel kriz sonrası değişen merkez bankacılığı ve TCMB para politikası. İktisat ve Toplum Dergisi, 109, 4-9.
- Ünay, S. (2015). Türkiye’nin Kalkınmacı Merkez Bankası ihtiyacı. Seta Perspektif, (89), 1-6
- Üzar, U. ve Başoğlu, A. (2017). Merkez bankacılığı ve yeni arayışlar: Nominal GSYH hedeflemesi ve Kalkınmacı Merkez Bankacılığı tartışmaları. Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Sosyal Bilimler Dergisi, 7(13), 123-145.
- Üzer, B. (2017). Sanal Para Birimleri. (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- Vural, U. (2013). Geleneksel olmayan para politikalarının yükselişi. (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- Ward O. ve Rochemont S. (2019). An addendum to “A Cashless Society- Benefits, Risks and Issues (Interim paper)”. 12.10.2020 tarihinde <https://www.actuaries.org.uk/system/files/field/document/Understanding%20CBDCs%20Final%20-%20disc.pdf> adresinden erişildi.
- Wilson, Tom (2020). 12.10.2020 tarihinde Explainer: Central bank digital currencies - Moving towards reality?. Reuters, 23 Ocak 2020, <https://www.reuters.com/article/us-cenbank-digital-currencies-explainer-idUSKBN1ZM2JH>, adresinden erişildi.
- Yalçinkaya, M. H. ve Çılbant, C. (2018). Bölgesel para birimlerine ilişkin kısa bir analiz. Manisa Celal Bayar Üniversitesi Yayınları, 1-14.
- Yay, G. G. (2012). Para ve finans teori-politika, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul.
- Yay, T., Gürkan Yay, G. ve Yılmaz, E. (2001). Küreselleşme sürecinde finansal krizler ve finansal düzenlemeler, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın No: 47, 2001.

- Yenipazarlı, A. (2014). Merkez bankasının bağımsızlığı, yönetim, enflasyon ve ekonomik büyüme. Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, (1)2, 1-15.
- Yerli, B. G. (2008). Ekonomik beklentilerin enflasyon üzerine etkisi: Türkiye örneği. (Yüksek Lisans Tezi). Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yıldırım, K. Karaman, D. ve Taşdemir M. (2009). Makro ekonomi. İstanbul: Seçkin Yayıncılık. 8.Baskı.
- Yıldırım, K. Karaman, D. ve Taşdemir M. (2016). Makro ekonomi. İstanbul: Seçkin Yayıncılık. 13.Baskı.
- Yıldız, F. (2019). Türkiye ekonomisinde dış borç, ekonomik büyüme ve cari işlemler dengesi ilişkisinin analizi. Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi, 8(4), 3416-3438.
- Yılmaz, B. C. ve Kahveci, E. (2014). Merkez bankası iletişimde yeni bir araç: Sözle yönlendirme (forward guidance) ülke örnekleri ve Türkiye uygulamaları. Bankacılar dergisi, 25(88), 5-26.
- Yiğit, H. (2018). Türkiye’de cari işlemler açığı sorunu: Nedenleri, ekonomiye etkileri ve çözüm önerileri. (Yüksek Lisans Tezi) Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yurt, E. (2016). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın bağımsızlığı ve 2008 küresel finans krizi sonrası Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın uyguladığı yeni para politikası araçlarının değerlendirilmesi. (Yüksek Lisans Tezi). Avrasya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yücel, T. ve Serbest, E. (2012). Yeni dönem para politikası araçları. İzmir SMMMO, 8-17.
- Yücememiş, B., T. Ufuk, A. ve Canan, D. (2015). Yeni bir para politikası aracı olarak faiz koridoru: Türkiye’de para politikası kurulu faiz kararlarının enflasyon üzerindeki etkisi. Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, 7(13), 449-478.

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Adı Soyadı : Emre AKYILDIZ
Doğum Yeri ve Tarihi : Trabzon, 07/09/1994

Eğitim Durumu

Lisans Öğrenimi : Kırklareli Üniversitesi – İktisat
Yüksek Lisans Öğrenimi : Gümüşhane Üniversitesi – İktisat
University of Economy in Bydgoszcz – Erasmus Programı
Bildiği Yabancı Diller : İngilizce

İletişim

Telefon : 0534 417 40 61
E-Posta Adresi : akyl dz.emree@gmail.com

Tarih : 11/11/2020