

**T.C.
BÜLENT ECEVİT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

Yüksek Lisans Tezi

**TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ
DÖNEMİNDE PARASAL AKTARIM
MEKANİZMASININ ETKİNLİĞİ**

Nagihan Yaman

Zonguldak, 2018

**T.C.
BÜLENT ECEVİT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

Yüksek Lisans Tezi

**TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ
DÖNEMİNDE PARASAL AKTARIM
MEKANİZMASININ ETKİNLİĞİ**

**Hazırlayan
Nagihan Yaman**

**Danışman
Dr. Öğr. Üyesi Arzu Tay Bayramoğlu**

Zonguldak, 2018

BİLİMSEL ETİK BİLDİRİM BEYANI

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

04.07 2018

Nagihan YAMAN

N. Yaman

TEZ ONAY SAYFASI

T.C. BÜLENT ECEVİT ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

TEZ ONAYI

Enstitümüzün İktisat Anabilim Dalında 135282102013 numaralı Nagihan Yaman'ın hazırladığı “**Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Parasal Aktarım Mekanizmasının Etkinliği**” konulu YÜKSEK LİSANS tezi ile ilgili TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönetmeliği uyarınca 12/06/2018 Salı günü saat 14:00’de yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda tezinin onayına OYBİRLİĞİYLE/~~OYÇOKLUĞUYLA~~ karar verilmiştir.

Başkan _____

Dr.Öğr.Üyesi Tezcan ABASIZ

Üye _____

Dr.Öğr.Üyesi Berna HIZARCI BEŞER

Üye _____

Dr.Öğr.Üyesi Arzu TAY BAYRAMOĞLU (Danışman)

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylıyorum.

12/06/2018

Doç.Dr. Ertuğrul Yıldırım
Enstitü Müdürü

ÖZET

Kurum : BEÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı
Tez Başlığı : Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Parasal Aktarım Mekanizmasının Etkinliği
Tez Yazarı : Nagihan Yaman
Tez Danışmanı : Dr. Öğr. Üyesi Arzu Tay Bayramoğlu
Tez Tütü, Yılı : Yüksek Lisans Tezi, 2018
Sayfa Adedi : 139

Para politikası araçlarının reel üretim ve fiyatlar genel düzeyi üzerindeki etkisi parasal aktarım mekanizması kanalları ile gerçekleşmektedir. Buna göre parasal aktarım kanalları faiz oranı, kredi hacmi, döviz kuru, varlık fiyatları ve beklentiler yolu ile ekonomik hasıla ve fiyatları etkilemektedir. Türkiye’de para politikasının yürütücüsü olan Merkez Bankası para politikası araçlarını kullanarak fiyat istikrarını hedeflemektedir. Bu bağlamda enflasyon oranı para politikasının oluşturulmasında önemli rol oynamaktadır.

Bu çalışmada Türkiye’de enflasyon hedeflemesinin uygulandığı dönemde parasal aktarım mekanizması kanallarının işlerliği yapısal VAR yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Yapısal VAR modeline dayalı olarak oluşturulan etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması sonuçlarına göre TCMB’nin enflasyon hedeflemesi uyguladığı dönemde para politikası aracı olarak kullandığı faiz oranı ve kredi hacmi araçları enflasyon ve çıktı üzerinde etkili olmaktadır. Elde edilen bulgular Türkiye’de banka kredi kanalı, faiz oranı kanalı ve döviz kuru kanalının etkin olduğu yönündedir.

Anahtar Kelimeler: Parasal Aktarım Mekanizması, Enflasyon Hedeflemesi, Yapısal VAR.

ABSTRACT

Institution : BEU Institute of Social Sciences, Department of Economics
Title : The Effectiveness of Monetary Transmission Under Inflation Targeting Regime In Turkey
Author : Nagihan Yaman
Adviser : Dr. Assist. Prof. Arzu Tay Bayramoğlu
Type of Thesis, Year : Msc.Thesis, 2018
Number of Pages : 139

The effect of monetary policy instruments on the level of real production and prices is realized through channels of monetary transmission mechanisms. Accordingly, monetary transmission channels affect the output and the prices through interest rate, bank lending, exchange rate, asset prices and expectations. The Central Bank of the executive of the monetary policy aims to maintain price stability in Turkey using monetary policy tools. In this context, the inflation rate plays an important role in the formation of the monetary policy.

In this study, the effectiveness of monetary transmission mechanism channels were analyzed under the inflation targeting regime in Turkey using structural VAR method. According to the results of impulse response functions and variance decomposition based on the structural VAR model, the interest rate and credit volume instruments used by the CBRT as a means of monetary policy are influential on inflation. The findings show that bank lending channel, the interest rate channel, and the exchange rate channel are effective.

Keywords: Monetary Transmission Mechanism, Inflation Targeting, Structural VAR

ÖNSÖZ

Bu çalışmada Türkiye’de enflasyon hedeflemesinin uygulandığı dönemde para politikası araçlarının etkinliği Yapısal VAR yöntemi kullanılarak analiz edilmektedir.

Bu tez çalışmasının her anında gerek bilgisi, gerek sabrı, gerekse arkadaşça tutumuyla desteğini benden esirgemeyen kıymetli tez danışmanım Dr. Öğr. Üyesi Arzu Tay Bayramoğlu’na, tezimin yazım aşamasında desteklerini hiç esirgemeyen canım arkadaşlarım Dilek Hastürk ve Alper Şık’a ve tüm hayatım boyunca yanımda olan, maddi manevi destekçim babam İbrahim Yaman, annem Fatma Yaman ve kardeşlerim Yusuf ve Derya Yaman’a sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
TEZ ONAY SAYFASI	iv
ÖZET	v
ABSTRACT	vi
ÖNSÖZ	vii
İÇİNDEKİLER	viii
TABLolar LİSTESİ	xi
GRAFİKLER LİSTESİ	xii
KISALTMALAR LİSTESİ	xiii
GİRİŞ	1
1. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI	5
1.1. Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişine İlişkin İktisadi Ekoller	5
1.1.1. Keynesyen Yaklaşımda Aktarım Mekanizması	6
1.1.2. Monetarist Yaklaşımda Aktarım Mekanizması	8
1.1.3. Yeni Klasik Yaklaşımda Aktarım Mekanizması	11
1.1.4. Post-Keynesyen Yaklaşımda Aktarım Mekanizması.....	12
1.2. Parasal Aktarım Kanalları	13
1.2.1. Neo-Klasik Kanallar	17
1.2.1.1. Faiz Oranı Kanalı	17
1.2.1.2. Varlık Fiyatları Kanalı	20
1.2.1.2.1. Hisse Senedi Fiyatı Kanalı.....	20
1.2.1.2.2. Konut ve Arazi Fiyatları Kanalı	22
1.2.1.3. Döviz Kuru Kanalı	22
1.2.1.3.1. Net İhracat Etkisi	23
1.2.1.3.2. Bilanço Etkisi.....	23
1.2.2. Neo-Klasik Olmayan Kanallar	24
1.2.2.1. Kredi Kanalı	24
1.2.2.1.1. Banka Kredi Kanalı	26
1.2.2.1.2. Bilanço Kanalı	28
1.2.2.2. Beklentiler Kanalı	29
1.3. Parasal Aktarım Mekanizmasını Etkileyen Faktörler.....	30

1.3.1. Resmi Müdahaleler	31
1.3.2. Finansal Piyasaların Yapısı	31
1.3.3. Finansal Sözleşmelerin Vadesi	33
1.3.4. Dış Finansman ve Dolarizasyon	33
2. ENFLASYON HEDEFLEMESİ.....	34
2.1. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Tanımı ve Özellikleri	35
2.2. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Ön Koşulları	37
2.2.1. Fiyat İstikrarı Temel Hedefi.....	38
2.2.2. Merkez Bankası Bağımsızlığı	38
2.2.3. Hesap Verebilirlik ve Şeffaflık	39
2.2.4. Gelişmiş ve Güçlü Finansal Sistem	40
2.2.5. Düşük Mali Baskınlık	41
2.3. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin İşlemsel Yapısı	41
2.4. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Avantajları ve Dezavantajları.....	44
2.5. Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Rejimi	46
2.5.1. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP)	48
2.5.2. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Dönemi ve Makro Ekonomik Değişkenlerin Performansı (2002-2005).....	50
2.5.2.1. Döviz Kuru.....	53
2.5.2.2. Enflasyon ve Faiz Oranları	55
2.5.2.3. Kredi Hacmi	57
2.5.3. Açık Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Dönemi ve Makroekonomik Değişkenlerin Performansı (2006-2009).....	59
2.5.4. 2008 Küresel Finans Krizi Sonrası Yeni Para Politikası Bileşiminin Uygulanması ve Esnek Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Dönemi	67
2.5.4.1. 2008 Küresel Finans Krizinin Türkiye’ye Etkileri	69
2.5.4.2. TCMB’nin Yeni Para Politikası Çerçevesi ve Esnek Enflasyon Hedeflemesi Rejimi.....	72
2.5.4.2.1. Yeni Para Politikası Araçları	73
2.5.4.2.1.1. Faiz Koridoru.....	74
2.5.4.2.1.2. Zorunlu Karşılıklar	76
2.5.4.2.1.3. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)	76

2.5.4.2.1.4. Ek Parasal Sıkılaştırma (EPS)	77
2.5.4.2.2. Esnek Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Dönemi (2010 ve Sonrası)	78
3. TÜRKİYE’DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ SİSTEMİNDE PARASAL AKTARIM MEKANİZMASININ ETKİNLİĞİNİN YAPISAL VAR (SVAR) YÖNTEMİYLE ANALİZİ.....	89
3.1. Enflasyon Hedeflemesine İlişkin Literatür Taraması.....	89
3.2. Parasal Aktarım Mekanizmasına İlişkin Literatür Taraması.....	93
3.3. VAR ve Yapısal VAR (SVAR) Yöntemleri.....	101
3.4. Veri Seti.....	104
3.5. Ekonometrik Model.....	105
3.6. Bulgular	106
3.6.1. Birim Kök Testi	106
3.6.2. Gecikme Uzunluğunun Tespiti	109
3.6.3. Etki Tepki Fonksiyonları	109
3.6.4. Varyans Ayrıştırması	115
SONUÇ.....	119
KAYNAKÇA	123
EKLER.....	137
Ek 1: Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistikleri.....	137
Ek 2: Değişkenlerin Zaman Serisi Grafikleri	137
Ek 3: Yapısal VAR Tahmin Sonuçları	138
ÖZGEÇMİŞ.....	139

TABLULAR LİSTESİ

	<u>Sayfa</u>
Tablo 1.1: Aktarım Mekanizmasının İdeal İşleyişi	15
Tablo 1.2: Parasal Aktarım Kanalları	16
Tablo 2.1: Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeler	53
Tablo 2.2: 2002-2005 Dönemlerinde Döviz Alım Miktarları.....	54
Tablo 2.3: 2002- 2004 Örtük Enflasyon Hedeflemesi Oranları (%).....	56
Tablo 2.4: Enflasyon Hedeflemesi, Belirsizlik Aralığı ve Enflasyon Gerçekleşmeleri (2006-2008 Enflasyon Hedeflemesi Dönemi)	60
Tablo 2.5: Para Politikası Kurulu Faiz Kararları	62
Tablo 2.6: 2009 Yılı Faiz İndirim Kararları	63
Tablo 2.7: Küresel Krize Karşı Ülkelerin Aldıkları Önlemler	69
Tablo 2.8: Türkiye ve Ülke Gruplarının Yıllık Yüzde Büyüme Oranları	70
Tablo 2.9: TCMB'nin Politika Amaç ve Araçları	73
Tablo 2.10: Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranları (%).....	83
Tablo 2.11: Merkez Bankası Faiz Oranları.....	85
Tablo 2.12: 2010-2016 Yılları Arası Enflasyon Gelişmeleri (%).....	86
Tablo 2.13: Enflasyon Hedeflemesi Sonrası Ekonomik Göstergelerdeki Değişim....	88
Tablo 3.1: Modelde Kullanılan Değişkenler ve Kaynakları	104
Tablo 3.2: ADF ve PP Birim Kök Testi Sonuçları	107
Tablo 3.3: Zivot-Andrews Birim Kök Testi Sonuçları	108
Tablo 3.4: Farkı Alınmış Serilerin Birim Kök Testi Sonuçları	108
Tablo 3.5: VAR Modeli Gecikme Uzunluğu.....	109
Tablo 3.6: Fiyat Endeksi Değişkeninin Varyans Ayrıştırması Tablosu	115
Tablo 3.7: Sanayi Üretimi Değişkeninin Varyans Ayrıştırması Tablosu	116
Tablo 3.8: Kredi Hacmi Değişkeninin Varyans Ayrıştırması Tablosu.....	117
Tablo 3.9: Faiz Oranı Değişkeninin Varyans Ayrıştırması Tablosu	117
Tablo 3.10: Döviz Kuru Değişkeninin Varyans Ayrıştırması Tablosu	118

GRAFİKLER LİSTESİ

	<u>Sayfa</u>
Grafik 2.1: Kredi Hacmi ve Sektörlere Göre Dağılımı.....	57
Grafik 2.2: Finansal Sağlamlık Endeksi	64
Grafik 2.3: TCMB Politika Faizi ve Faiz Koridoru (Yüzde).....	82
Grafik 2.4: Yurtiçi Kredi Hacmindeki Yüzde Değişim (2008-2011).....	84
Grafik 3.1: Etki Tepki Grafikleri (Tüketici Fiyat Endeksi)	110
Grafik 3.2: Etki Tepki Grafikleri (Sanayi Üretim Endeksi)	111
Grafik 3.3: Etki Tepki Grafikleri (Kredi Hacmi).....	112
Grafik 3.4: Etki Tepki Grafikleri (Faiz Oranı)	113
Grafik 3.5: Etki Tepki Grafikleri (Döviz Kuru)	114

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADF	: Genişletilmiş Dikey- Fuller Testi (Augmented Dickey Fuller)
ARDL	: Gecikmesi Dağıtılmış Otoresif (Autoregressive Distributed Lag)
EMP	: Enflasyonla Mücadele Programı
EVDS	: Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
EPS	: Ek Parasal Sıkılaştırma
GEGP	: Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı
IMF	: Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)
KOBİ	: Küçük ve Orta Boy İşletmeler
NİV	: Net İç Varlıklar
NUR	: Net Uluslararası Rezervler
PP	: Phillips-Perron
ROM	: Rezerv Opsiyon Mekanizması
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEPAV	: Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı
TL	: Türk Lirası
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
VAR	: Vektör Otoresif (Vector Autoregression)
SVAR	: Yapısal VAR (Structural Vector Autoregression)

GİRİŞ

Makro iktisat politikası amaçları iktisadi büyümeyi sağlamak, istihdamı arttırmak, ödemeler dengesi denkliliğini sürdürüebilmek ve fiyat istikrarını sağlamak olarak sıralanmaktadır. Politika yapıcılar ve hükümetler bu amaçların gerçekleştirilmesinde para ve maliye politikalarını uygulama imkanına sahiptir. Merkez bankaları tarafından uygulanan para politikası ile piyasadaki yerli ve/veya yabancı para miktarı, faiz oranları ve iktisadi aktörlerin beklentileri üzerinde doğrudan ve dolaylı etkiler yaratılabilmektedir.

Politika yapıcılar tarafından alınan kararların reel ekonomik değişkenler ile birlikte fiyatlar üzerindeki etkisinin ne ölçüde ve hangi kanallar aracılığıyla gerçekleştiğini gösteren sisteme parasal aktarım mekanizması denilmektedir. Para politikası araçlarının reel ekonomi ve fiyatlar üzerindeki etkinin ortaya çıkış şekline bağlı olarak temelde dört parasal aktarım kanalı mevcuttur. Bu kanallar: faiz oranı, döviz kuru, kredi ve varlık fiyatları kanallarıdır. Son yıllarda bu kanallara ilaveten Merkez Bankası'nın beklentileri etkilemesi ve bunun ekonomi üzerinde ortaya çıkardığı etkiler beklentiler kanalı ile anılmaktadır.

Parasal aktarım kanallarından faiz oranı kanalında faiz oranlarındaki değişim kişilerin tüketim ve tasarruf kararlarını yatırımcıların da yatırım kararlarını etkileyerek toplam talebi ve fiyat seviyesini etkilemektedir. Döviz kuru kanalında ise faiz oranlarındaki değişiklik ülkeye giren ve ülkeden çıkan sermaye miktarını değiştirmektedir. Sermaye giriş çıkışına bağlı olarak serbest kur sisteminde döviz kuru ve dolayısıyla ihraç ve ithal malların fiyatları değişmekte bu da dış ticareti etkileyerek yine toplam talep ve fiyat seviyesini etkilemektedir. Banka kredi kanalında faiz oranlarına bağlı olarak değişen kredi hacmi ekonomideki tüketim, tasarruf ve yatırımları değiştirerek toplam talebi ve fiyatları etkiler. Varlık fiyatları kanalında ise faiz oranlarındaki değişim bono, hisse senedi, gayrimenkul gibi ekonomideki varlıkların fiyatlarını ve dolayısıyla kişilerin ve yatırımcıların tüketim, tasarruf ve yatırım kararlarını etkileyerek toplam talebi ve fiyat seviyesini etkilemesi söz konusudur. Beklentiler kanalında ise merkez bankaları açıklanan enflasyon hedefleri ile iktisadi karar birimlerinin davranışlarını etkileyerek toplam talebi ve fiyat seviyesini etkileme imkanına sahiptir.

Parasal aktarım mekanizmasının işlerliği konusunda iktisatçılar arasında anlaşmazlık mevcuttur. Klasik iktisatçılar Miktar Teorisi'nde belirtildiği gibi parasal değişikliklerin ve dolayısıyla para politikalarının reel ekonomi ve istihdamı etkileyemeyeceğini düşünürken Keynes başta faiz oranı kanalının etkin bir şekilde işleyerek reel ekonomi ve istihdamı etkileyeceğini belirtmektedir. Monetarist iktisatçılar ise para politikası ve faizlerin varlık fiyatlarını etkileyerek kısa dönemde reel etkiler yaratabileceğini ancak uzun vadede ekonominin doğal denge düzeyine geri döneceğini ve ekonomide sadece fiyatların artacağını belirtmektedirler. Yeni klasik iktisat okulu ise rasyonel beklentiler teorisi etrafında şekillendirdikleri modellerinde sadece sürpriz para politikası değişimlerinin ekonomide reel hasıla ve istihdamı etkileyeceğini belirtirken beklenen politikaların ekonomi üzerinde reel etkiler yaratamayacağını ileri sürmektedir. Post-Keynesyen iktisatçılara göre parasal büyümenin asıl kaynağı olarak banka kredi sistemi gösterilmiştir. Bu durum makroekonomik aktivite tarafından belirlenmekte ve ekonomik bireyler önce herhangi bir ekonomik aktivite için karar verirler ve sonra bütçelemeye göre fon gereklerinin karşılanması yoluna giderler. Bunun için öz kaynaklara veya ortaklığa ya da banka kredisine başvurulur. Bu yolla finansal varlık yaratılır; finansal varlık nihayetinde banka sistemine ya da finansal sisteme ulaşır, bu modern anlamda para ve para benzeri olarak ifade edilen içsel paradır. Yasal gereklilikler yerine getirilerek banka sistemi tarafından para otoritesinden rezerv sağlanır ve böylece makroekonomik aktivitenin fonksiyonu olan para sağlanmış olmaktadır.

1970'li yıllarda yaşanan petrol krizlerinin ardından enflasyon sorunu dünya ekonomilerinin önemli gündem maddelerinden biri haline gelmiştir. Türkiye'de 1970'lerden itibaren yaşanan politik istikrarsızlıklar ve kısa vadeli politikalar, uzun vadeli planlamayı gerektiren enflasyon ile mücadelenin önünde engel oluşturmuştur. Dolayısıyla 1970'lerden 2000'li yıllara kadar Türkiye'de enflasyonun olumsuz etkileri ile yaşamın her alanında karşılaşılmasıdır. Enflasyon hedeflemesi Türkiye'de 1990'lı yılların sonuna doğru tartışılmaya başlanmış ve 1999 İstikrar Programı'nın başarısız olup 2001 Krizi'nin yaşanmasıyla enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için hazırlıklara başlanılmıştır. Bu çerçevede Nisan

2001 tarihinde kabul edilen Merkez Bankası yasası ile Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) araç bağımsızlığına kavuşmuş ve hükümete karşı özerk bir kurum haline gelmiştir. Türkiye’de 2002-2005 döneminde örtük enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilerek başarılı bir dezenflasyon süreci yaşanmıştır. Bunun sonucunda da 2006 yılı itibariyle açık enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçilmiştir.

Türkiye ekonomisi, enflasyon hedeflemesine geçtiği 2006 yılının ilk aylarından itibaren uluslararası konjonktürden kaynaklanan birçok şok ile karşılaşmıştır. Küresel bağlamda likidite koşullarının gelişmiş ülkeler lehine değişmesi ve risk algılamalarındaki değişme ile birlikte yaşanan sermaye çıkışları, olumsuz hava koşullarına bağlı olarak ortaya çıkan gıda enflasyonu uygulamayı olumsuz etkilemiş ve üç yıl için belirlenen hedefler aşılmıştır. Sonrasında ise 2008 küresel finans krizinin yarattığı finansal ve reel baskılar, Ortadoğu’daki karışıklıklar, iç ve dış politikada yaşanan olağanüstü gelişmeler başta döviz kuru olmak üzere enflasyon üzerinde artış yönünde baskı yaratmıştır. Geline süreçte enflasyon hedefleri üst üste tutturulamamış ve enflasyon çift haneli rakamlara ulaşmıştır.

2008 küresel krizinin ardından TCMB enflasyon hedeflemesi stratejisinde yeni bir yaklaşım benimsemiştir. Yeni yaklaşımda finansal istikrar enflasyon hedeflemesi rejimini destekleyici bir amaç olarak benimsenmiş ve fiyat istikrarı yanında finansal istikrarın da sorunsuz bir şekilde yönetilebilmesi için geleneksel olan araçlara ek bir araç kümesi geliştirilmiştir. TCMB’nin tasarladığı yeni para politikası araçları içerisinde faiz koridoru, zorunlu karşılıklar, rezerv opsiyon mekanizması ve ek parasal sıkılaştırma gibi likidite yöntemleri yer almaktadır. TCMB bu araç kümesi ile kredi ve döviz kuru üzerinden hem fiyat istikrarını hem de finansal istikrarı sağlamayı hedeflemiştir. Böylece açık enflasyon hedeflemesi ve finansal istikrarın sağlanmasında Türkiye’de zaten etkin olan faiz oranı ve döviz kuru kanalının yanı sıra kredi kanalının etkinliğinin artırılması amaçlanmıştır.

Ekonomideki düşük enflasyon ve sürdürülebilir büyümenin temin edilmesinde bütçe açıkları konusundaki endişelere bağlı olarak daha çok para politikaları öne çıkmaktadır. Para politikalarının yürütücüsü olan merkez bankaları hedef olarak fiyat istikrarının sağlamaya çalışmaktadır. Günümüzde merkez bankaları birçok ülkede enflasyon artışını önlemek için aktif şekilde faiz oranlarını kullanmaktadır. Bu bağlamda para politikalarının ekonomi üzerinde etkili olması için parasal otoritelerin doğru bir değerlendirme ve zamanlama yapması ve en önemlisi para politikalarının ekonomiyi etkileme mekanizmalarının iyi anlaşılması gerekmektedir.

Bu çalışmada açık enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulandığı dönemde para politikası araçlarının enflasyon ve üretim üzerindeki etkisi Yapısal VAR yöntemi ile analiz edilmektedir. Bu kapsamda giriş ve sonuç bölümleri hariç çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde iktisat okullarının parasal aktarım mekanizması ve para politikası hakkındaki görüşlerine yer verildikten sonra aktarım mekanizması kanalları ve işleyişi anlatılmıştır.

İkinci bölümde ise enflasyon hedeflemesi stratejisi, avantaj ve dezavantajları, başarılı olma koşulları anlatılmakta ve sonrasında Türkiye ekonomisinin enflasyon geçmişi hakkında bilgi verilip örtük ve açık enflasyon hedeflemesi stratejisi dönemleri ayrıntılı şekilde sunulmaktadır.

Üçüncü bölümde ise parasal aktarım mekanizması ve enflasyon hedeflemesi ile ilgili literatür aktarıldıktan sonra veri seti tanıtılmakta ve ekonometrik yöntem hakkında bilgi verilmektedir. Ayrıca bu bölümde ekonometrik modelin bulguları yer almaktadır.

Çalışmanın sonuç bölümünde ise elde edilen ekonometrik bulgular doğrultusunda Türkiye’de enflasyon hedeflemesinde uygulanan para politikası araçlarının etkinliği hakkında değerlendirmelerde bulunulmuştur.

1. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI

Merkez bankalarının, ekonominin sağlıklı ilerlemesi için belirlediği bir takım amaçları bulunmaktadır. Fiyat istikrarı temel hedefinin yanı sıra büyüme, istihdam ve ödemeler dengesinde istikrarın sağlanması bunlardan birkaçıdır. Merkez bankaları bu hedefler için farklı para politikaları kullanmaktadır.

Para politikası, paranın miktarını, maliyetini, ulaşılabilirliğini ve ekonomik birimlerin bekleyişlerini etkileyerek temel amaçlara ulaşmaya yönelik olarak oluşturulan stratejiler bütünüdür (Önder, 2005:24). Bu kararlar bütünüünün aktif olabilmesi için uygun araçların kullanılması ve istenilen sonuca ulaşılmasını sağlayacak kanalların doğru şekilde harekete geçirilmesi gerekmektedir. Kanalların harekete geçirilmesi ile reel ekonomide oluşan değişiklikler ve ilişkiler *parasal aktarım mekanizması* adı ile ifade edilip açıklanmaktadır.

Politika yapıcılar tarafından alınan kararların reel ekonomik değişkenler ile birlikte fiyatlar üzerindeki etkisinin ne ölçüde ve hangi kanallar aracılığıyla gerçekleştiğini gösteren sisteme parasal aktarım mekanizması denilmektedir (Çavuşoğlu, 2010:5). Parasal aktarım mekanizması, para politikası kararlarındaki değişikliklerin reel kesime yayılması ile meydana gelen etkilerin incelenmesini kapsamaktadır. Böylece, para miktarında yaşanan artış ve azalışların ortaya çıkardığı değişimler ve yolları parasal aktarım mekanizması ile gözlenebilmektedir (Eraslan, 2015:80).

1.1. Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişine İlişkin İktisadi Ekoller

Para politikalarında yapılan değişikliklerin reel ekonomiyi etkilediği iktisat yazınınca bilinen bir gerçek olsa da bu etkinin ne şekilde olduğu ve hangi kanallar üzerinden reel ekonomiyi etkilediği konusunda fikir birliği bulunmamaktadır. Bu mekanizmanın işleyişi sırasında sonuca olan etkilerinin, her bir kanal için, nasıl geliştiğinin bilinmemesi Bernanke ve Gertler'in (1985) çalışmasında "siyah kutu (black box)" olarak adlandırılmaktadır (Bernanke ve Gertler, 1995).

Para politikası uygulamalarından istenilen sonuçların alınması, makroekonomik değişkenlerde, özellikle ekonomik büyümede istikrarın sağlanabilmesi, para politikalarının güvenilirliğinin sürdürülmesi açısından

parasal aktarım mekanizmasının nasıl işlediğinin bilinmesi gerekmektedir (Özçiçek, 2006:258).

Para politikası uygulamalarının ekonomiyi hangi kanal üzerinden etkilediği konusunda bir fikir birliği olmamasına karşın bu politikaların ekonomi üzerinde faiz, döviz kuru, beklentiler, varlık fiyatları ve kredi kanalı gibi yollar vasıtasıyla, birbirlerini tamamlayıcı bir şekilde çalışarak etkide bulunduğu bir gerçektir. İzleyen kısımda bu fikir ayrılıkları iktisadi ekoller çerçevesinde incelenmektedir.

1.1.1. Keynesyen Yaklaşımda Aktarım Mekanizması

Keynes'e göre para miktarının çıktığı etkilemesi karmaşık bir süreçtir. Para miktarında meydana gelecek değişimin ilk etkisi faiz oranlarındaki değişimle olmaktadır (Çakmaklı, 2005:11). Keynes, para politikalarının reel ekonomiyi etkilemesi konusunda faizi odak noktası yapmış ve karmaşık olan aktarım sürecini bu şekilde basitleştirmeye çalışmıştır. Dolayısıyla, Keynesyen görüşte, faiz oranlarını etkileyemedikçe, para politikası uygulamalarının toplam üretim üzerinde hiçbir etkisi olmamaktadır (Kasapoğlu, 2007:4).

Keynes, faizi devreye sokarak, para ve reel piyasalar arasında sıkı bir ilişki kurmuş, reel ve parasal kesimler arasında kopukluğu giderip makro bütünlük sağlamıştır. Böylece para piyasalarında meydana gelen bir değişikliğin sonuçları, reel kesimde izlenebildiği gibi, burada oluşan değişimler de parasal kesimde izlenebilir olmuştur (Paya, 2007:262).

Keynesyen modelde parasal aktarım mekanizması faiz kanalı üzerinden dolaylı olarak işleyip ekonomiyi etkilemektedir. Bu dolaylı işleyişi nedeniyle aktarım mekanizması dolaylı aktarım mekanizması olarak da adlandırılmaktadır. Bu modelde ekonomik aktivitede meydana gelecek değişiklikler para hacmindeki değişikliğe bağlıdır. Buna göre, parasal hacimde gözlenen bir değişiklik, faiz oranlarının değişmesine ve buna bağlı olarak da iktisadi birimlerin tüketim, yatırım ve tasarruf kararlarının değişmesine yol açmaktadır. Bu sürecin sonunda, toplam talep değişikliğiyle birlikte hasıla ve fiyatlar genel düzeyi değişmektedir (Oktar vd., 2013:4).

Keynesyen teoride likidite tuzağı¹ olmadığı sürece para arzındaki değişiklikler reel faiz oranları ve ekonomik aktivite üzerinde etkili olabilmektedir. Keynes’de yatırım yapma olanağı para ve tahvil ile sınırlandırılmıştır. Para arzında oluşan bir değişim durumunda denge, bu iki yatırım aracı arasında, faiz oranları ile sağlanmaktadır (Aklan ve Nargelecekenler, 2008:111).

Keynes para arzını egzojen (dışsal) olarak ifade etmiş ve daha çok para talebine önem vermiştir. Para talebi yerine ise *likidite tercihi* kavramını kullanmayı seçmiş ve para tutmanın nedenlerini *mübadele* ve *ihtiyat* gereksinimi olarak görmüştür. Ancak bunlar yanında Keynes’in en önemli ve farklı katkısı *spekülasyon amaçlı para tutumu* olmuştur. Buna göre parasal ekonomi şartlarında kişiler, bazen geleceği tam olarak değerlendirememekte, zarar edecekleri endişesine kapılmakta, tasarruflarını tahvil gibi finansal varlıklara yatırmaktan kaçınıp, nakit olarak tutmaya yönelmektedirler (Paya, 2007:77).

Keynesyen Teori’de aktarım mekanizması IS-LM modeli ile açıklanmaktadır. Bu model hasıla ve faiz oranı arasındaki ilişkileri ifade etmektedir. Model, ekonominin reel yönünü parasal yönü ile birlikte ele alma imkanı vermekte ve ekonominin genel dengesinin mal (IS) ve para piyasalarının (LM) eş zamanlı olarak dengeye gelmesiyle sağlanacağını göstermektedir. Modelde faiz oranları para piyasasında belirlenmektedir. Faiz oranlarındaki bir değişim, yatırımlar kanalıyla mal piyasasındaki dengeyi etkileyebilmektedir. Eğer tüketim fonksiyonu içerisinde servet sokulmuşsa ve servetin içerisinde tahviller yer alıyorsa, bu durumda tüketim de etkilenecektir (Yıldırım vd., 2013:183). Yani modelde faiz oranı anahtar değişken konumundadır.

¹ Likidite tuzağı, ekonomide faiz oranlarının inebileceği en düşük seviyeye inmiş olduğu ve para arzını artırarak faiz oranlarını dolayısıyla yatırımlar ve toplam talebi etkilenemediği durumu ifade etmektedir.

1.1.2. Monetarist Yaklaşımında Aktarım Mekanizması

Monetarist görüşte aktarım mekanizması, tam anlamıyla, Friedman'da karşılığını bulmaktadır. Monetarist görüşün lideri olan Friedman, oluşturduğu analizinde Miktar Teorisi'ni temel almıştır.

Klasik Miktar Teorisi'nde, paranın miktarı ile fiyatlar genel düzeyi arasındaki aynı yönlü ilişkiye dayanmaktadır. Ekonominin dengede (tam istihdam) olduğu bir durumda para arzında (M) oluşacak bir değişiklik, fiyatlar genel düzeyinde (P) de aynı yönde bir değişikliğin olmasına neden olmaktadır. Klasik Miktar Teorisi'nde, para miktarında meydana gelen değişiklikler uzun vadede sadece fiyatları etkilemekte reel kesimde bir değişiklik oluşturmamaktadır. Eşitlik (1.1)'de paranın sadece işlem amaçlı talep edildiği Fisher'in Miktar Teorisi özdeşliği yer almaktadır:

$$MV \equiv PY \quad (1.1)$$

Özdeşlikte M piyasada belirli bir dönemde var olan para miktarını, V paranın dolaşım hızını göstermektedir. Özdeşliğin sağındaki P ve Y terimleri ise sırasıyla fiyatlar genel düzeyini ve üretilen mal miktarını (işlem hacmini) temsil etmektedir (Paya, 2007:71).

Fisher'in ortaya koyduğu ve paranın sadece mübadele amaçlı talep edildiği Miktar Teorisi herhangi bir sebep sonuç ilişkisini ifade etmemektedir. Ancak fiyatlar genel düzeyinin para arzı (miktarı) tarafından belirlendiği ve miktarda meydana gelen değişmeler oranında fiyatların da artması bir sebep-sonuç ilişkisini meydana getirmektedir. Bu özdeşlikten paranın miktar teorisini açıklayan bir ilişkiye geçiş, paranın dolaşım hızı (V) ve üretilen mal miktarı (Y) nin sabit kabul edilmesi ihtimallerinin eklenmesiyle olmaktadır. Bu varsayımlar altında, klasik iktisatçılara göre nedenselliğin yönü, piyasada var olan para miktarından fiyatlar genel düzeyine doğrudur. Böylece para miktarı fiyatları belirler (Ünsal, 2007:477).

Para talebinin öne çıkarıldığı Cambridge şekli miktar teorisi ise Eşitlik (1.2)'de yer almaktadır:

$$M_d = kPY \quad (1.2)$$

Cambridge tipi miktar teorisinde yer alan k para talebinin gelire bağlı oranını ifade etmektedir. Miktar teorisinin Fisher yorumunda fertlerin işlem amaçlı para talebine önem verilmesine karşın, Cambridge yaklaşımında kişiler servet saklama aracı olarak para talep ederler. Cambridge yaklaşımı, para ve diğer servet saklama araçlarının getirilerinde meydana gelen değişikliklerin para talebi üzerindeki etkilerinin incelenmesine olanak sağlayan bir miktar teorisi yorumudur. Aralarındaki bu farklılıktan ötürü Cambridge yaklaşımı, Friedman'ın Yeni Miktar Teorisi'ne benzemektedir (Ünsal, 2007:480).

Monetarist görüşte "Miktar Teorisi" yorumlanırken bireylerin *portföyleri* dikkate alınarak bir analiz yapılmaktadır. Portföy Analizi Yaklaşımı ile bireylerin tutmak istediği reel varlıklarının ve bilançolarının yapısının analiz edilmesi ifade edilmektedir. Burada para talebine önem verilmekte ve para talebinin oluşturulan portföy içindeki varlıkların fiyatı üzerindeki etkilerine dikkat çekilmektedir (Robin ve Yeager, 1997:298).

Miktar teorisyenlerince dolayısıyla Friedman'a göre para talebi istikrarlıdır ve para arzı talebi etkileyen faktörlerden bağımsızdır (dışsaldır). Ancak para arzında meydana gelen değişiklikler para talebine yansımaktadır. Eşitlik (1.3)'de Friedman'ın para talebi denklemi yer almaktadır:

$$M/P = f[(rt, rh, rm, H)y] \quad (1.3)$$

Denklemdede M/P : Reel para talebini, rt = tahvil vb. sabit faizli aktiflerin getirisini, rh = hisse senetleri gibi değişken faizli para benzeri aktiflerin getirisini, rm = paranın getirisini, H = beşeri sermayenin fiziki sermayeye oranını, y = sürekli geliri ifade etmektedir.

Para talebi denklemindeki ilişkiye göre, para miktarında ortaya çıkan bir yükselme ile birlikte (rt) ve (rh) yükselmekte (rm) ise düşmektedir. Buna karşılık

para miktarı sürekli artınca para talebi artmaktadır. Para talebi sürekli gelire aynı yönlü, para dışı varlıklarla ters yönlü ilişki içindedir. Kısaca açıklamak gerekirse Friedman'ın yorumladığı Yeni Miktar Teorisi, kişilerin servetlerini oluşturdukları portföy içindeki varlıklar, para-hisse senedi- tahvil- maddi varlıklar ve beşeri servet, arasında nasıl bölüştürdüğünü anlamaya çalışmaktadır (Paya, 2007:93).

Monetarist aktarım mekanizması da esasında miktar teorisi ile benzer şeyleri söylemektedir. Para miktarında meydana gelen herhangi bir değişme uzun dönemde sadece fiyatlar ve gelir üzerinde etkili olurken, kısa dönem için yaratılmış fazla miktardaki para, karar birimlerinin tutma arzusunda buldukları miktarı aştığında, portföylerin denkleştirilmesi çabasıyla dolayı harcamalardaki artışla birlikte ayarlama mekanizmasını çalıştırmakta ve bu süreç para arzı- para talebine eşit oluncaya kadar devam etmektedir (Yay, 2001:8).

Monetarist aktarım mekanizmasında para miktarında meydana gelen artış veya azalışlar, paranın yanında diğer varlıkların fiyatlarında da değişiklikler meydana getirmektedir. Şöyle ki, para stoğundaki beklenmedik bir artış tutulmak istenilenden fazla bir fiili para oluşturacak ve parasal dengede bozulmalar ortaya çıkartacaktır. Karar birimleri bu fazlalık dolayısıyla portföylerinde yeniden bir ayarlama ve dengeye getirme süreci ile karşılaşır. Bunun için ilk olarak riski az olan sabit faizli para yerine kullanılabilen varlıklar (tahviller) talep edilmekte; tahvile karşı olan bu talep fiyatları artırırken (P_T) diğer yandan getirilerini (r_t) azaltmakta ve faizler düşmektedir. Tahvilin getirisinin düşmesinden dolayı para ve tahvil yerine bu kez de daha riskli olan tahviller, hisse senetleri, reel varlıklar ve dayanıklı tüketim malları ikame edilmektedir. Finansal varlıkların fiyatlarındaki artışa rağmen getirilerinin düşmesi finansal olmayan aktifleri daha cazip hale getirmektedir (Yay, 2001:8). Ortaya çıkan bu parasal genişleme sonuçta bütün toplam talebi kapsamaktadır. Düşük faiz oranları nedeniyle, maliyetlerin düşük olması, girişimcilerin yatırımlarını artırmaları ve tutulmak istenilenden fazla olan nakit dengelerinin harcamalar vasıtasıyla tüketimi artırması nominal gelirden de artışa neden olmaktadır (Katı, 2014:30).

Monetarist görüşte reel gelir ve fiyatlar genel seviyesi kısa dönemde birlikte artmaktadır. Uzun dönemde, bir ayarlama sürecinden sonra üretim doğal dengesine geri dönmekte, artan sadece fiyatlar genel seviyesi olmaktadır.

1.1.3. Yeni Klasik Yaklaşımda Aktarım Mekanizması

Yeni Klasik yaklaşımı tanımlayan üç varsayım bulunmaktadır. Yeni klasik modelin yapısını tanımlayan birinci varsayım, üreticilerin tüm malların fiyatlarına kıyasla, kendi ürettikleri malların fiyatları konusunda daha fazla bilgiye sahip olmalarıdır. İkinci varsayım, fiyatların esnek olduğu, diğer bir ifade ile piyasaların sürekli temizlendiğidir. Ücret ve fiyatlar, beklenen fiyat düzeyi değişiklikleri karşısında tam olarak esnektir. Son olarak üçüncü varsayım ise rasyonel beklentiler hipotezidir (Ünsal, 2007:288).

Rasyonel Beklentiler Hipotezi, ilk defa, 1960 yılında John Muth tarafından ifade edilmiştir ve önceleri bilimsel çevreler tarafından hiçbir ilgi görmemiştir. Daha önce, Keynesci ve Paracı modellerde, iktisat politikasının başarısı, kısa bir deyimle, “bireylerin yanılgılarına bağlı” olmaktadır. 1970’li ve 80’lerin başında, bu modellerin tahminlerinin başarısızlığı nedeniyle Rasyonel Beklentiler Hipotezi daha hızlı bir şekilde benimsenmeye başlanmıştır.

Rasyonel Beklentiler Hipotezi’ne göre bireyler, ekonomik süreçleri son derece iyi tahlil edebilmekte hatta ekonomik süreçleri belirleyen kuralların değiştiği bir ortamda onları dahi kavramaktadırlar. Politikalarda değişimler olması halinde kendileri de yeni davranış kalıpları üretmektedirler. Bireylerin geçmiş davranışlarını tekrarlayacakları öngörüsü yanıltıcı sonuçlar doğuracaktır. Keynesci ve Paracı modeller bu nedenle başarısız olmuşlardır (Paya, 2007:353).

Rasyonel Beklentiler Hipotezi çerçevesinde iktisadi bireylerin, gelecekle ilgili değişken tahminlerinde mevcut bütün bilgileri kullandıkları, üreticilerin tüm malların fiyatları hakkında tam bilgiye sahip oldukları varsayıldığından işlemler denge fiyatında yapılmaktadır. Bundan dolayı Yeni Klasik Model’de, önceden açıklanan bir parasal değişiklik hasılayı etkilemeyecektir. Bu durum *politika etkisizliği* olarak ifade edilmektedir (Katı, 2014:32).

Politika etkisizliği'ne göre merkez bankası işsizlik oranlarının yüksek olduğu düşüncesiyle iktisadi birimlerin beklemediği bir biçimde piyasadan tahvil alımı gerçekleştirdiğinde para arzı artar. Para arzının artması ile birlikte toplam talep (AD) ve hasıla da (Y) yükselmektedir. Buna karşılık iktisadi birimler, merkez bankasının geçmişte de işsizliği gidermek amacıyla piyasadan tahvil alımı gerçekleştirdiğini biliyorsa uygulanan genişletici politika etkisiz olacaktır. Yani bekleyişler rasyonel olduğu için toplam talep yükselecektir. Toplam harcamalarının artışı ile birlikte fiyatlar, ücretler ve faizler yükselişe geçecektir. Ortaya çıkan bu etkiler genişleyici politika ile sağlanacak yatırım harcamalarının gerçekleşmemesine sebep olacaktır (Katı, 2014:34).

Yeni Klasik Model'e ilişkin bu açıklamalar özetlenirse, önceden açıklanan para politikalarının hasılayı etkilememesine karşılık, önceden açıklanmayan politikaların ise kısa dönemde hasılda yükselmeye neden olacağı belirtilmektedir. Bu modelde, Klasik ve Parasalcı modelde olduğu gibi, Keynesyen modelin aksine, hükümetin tam istihdamı sağlamak için aktif bir ekonomi politikası izlemesine gerek görülmemektedir (Ünsal, 2007:290).

1.1.4. Post-Keynesyen Yaklaşımda Aktarım Mekanizması

Post-Keynesyen okul para arzının dışsal değil içsel bir değişken olduğunu, bunun para otoritesinin kontrolünde oluşturulmayıp sistemin içinde, fon talep edenler ve arz edenlerin etkileşimi sonucunda bankacılık ve finans sektörü kanalı ile meydana getirildiğini iddia ederek Keynesyen okulun görüşlerine katkıda bulunmuştur (Seyrek vd., 2004:204).

Post-Keynesyen iktisatçılara göre parasal büyümenin asıl kaynağı olarak banka kredi sistemi gösterilmiştir. Bu durum makroekonomik aktivite tarafından belirlenmekte ve aktarım mekanizması şu şekilde işlemektedir: İlk önce ekonomik bireyler herhangi bir ekonomik aktivite için özellikle yatırım için karar verirler ve sonra bütçelemeye göre fon gereklerinin karşılanması yoluna giderler. Bunun için öz kaynaklara veya ortaklığa ya da banka kredisine başvurulur. Bu yolla finansal varlık yaratılır; finansal varlık nihayetinde banka sistemine ya da finansal sisteme ulaşır, bu modern anlamda para ve para benzeri olarak ifade edilen içsel paradır.

Yasal gereklilikler yerine getirilerek banka sistemi tarafından para otoritesinden rezerv sağlanır ve böylece makroekonomik aktivitenin fonksiyonu olan para sağlanmış olmaktadır (Çakır, 2012:14).

1.2. Parasal Aktarım Kanalları

Ekonomideki düşük enflasyon ve sürdürülebilir büyümenin temin edilmesinde bütçe açıkları konusundaki endişelere bağlı olarak daha çok para politikaları öne çıkmaktadır. Para politikalarının yürütücüsü olan merkez bankaları hedef olarak fiyat istikrarının sağlamaya çalışmaktadır. Günümüzde merkez bankaları birçok ülkede enflasyon artışını önlemek için aktif şekilde faiz oranlarını kullanmaktadır. Bu bağlamda para politikalarının ekonomi üzerinde etkili olması için parasal otoritelerin doğru bir değerlendirme ve zamanlama yapması ve en önemlisi para politikalarının ekonomiyi etkileme mekanizmalarının iyi anlaşılması gerekmektedir.

Para politikasının uzun vadede nötr olduğu konusunda ekonomistler arasında bir mutabakat olmakla birlikte kısa vadede bu politikaların reel ekonomik süreci etkilediği de bilinmektedir. Bunların üretime etkileri, bazı durumlarda, iki yıldan fazla bir zaman için de görülmektedir. Bununla birlikte, para politikalarının reel ekonomiye nasıl aktarıldığı konusunda dikkate değer bir anlaşmazlık mevcuttur (Boughrara, 2009:2).

Para otoritesi tarafından alınan kararların ve uygulanan politikalarının ekonomiyi ne şekilde etkileyeceği ekonomistler ve para otoritelerince anlaşılmaya çalışılmış ve bu konu birçok araştırmalar için ilgi odağı haline gelmiştir.

Para politikalarının ekonomiye etkisi, bireylerin değişen ekonomik koşullara getirdikleri tepki ile ölçülmektedir. Diğer yandan, firmaların büyüklüğü, sermaye piyasasındaki aksaklıklar, bilanço yapısı gibi unsurlar bu tepkinin boyutunun farklılaşmasına neden olmakta, para politikasının etkinliğini azaltmaktadır (Meltzer, 1995).

Para politikalarının ekonomiye etkileri genel olarak iki şekilde ortaya çıkmaktadır. İlki doğrudan doğruya merkez bankası kontrolündeki kısa vadeli faiz oranları, munzam karşılıklar gibi araçlarla finansal olmayan sektörün kredi oranları, mevduat faizleri, varlık fiyatları ve döviz kuru gibi değişkenler üzerindeki aktarım etkisidir. İkincisi ise hanehalkı ve firmaların finansal durumları ve harcama kararları arasındaki bağlantıdır (Gür, 2003:7).

Merkez bankalarının aktarım mekanizmasının nasıl çalıştığını anlamaları, para politikası enstrümanlarının üretim seviyesi ve enflasyona etki düzeyi ile bu etkileşimin sürecini bilmeleri bakımından önemlidir. Üretim düzeyi ve de fiyatlar genel seviyesi hedeflerine etki eden etmenlerin bir kısmı önceden tahmin edilemez niteliktedir. Bunun içindir ki, uygulanan para politikalarının etkin bir şekilde işlemesi için politika aracının seçimi oldukça önem arz etmektedir (Kasapoğlu, 2007:7).

Merkez bankaları para politikası aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanmaktadır. Merkez bankasınca alınan faiz kararları reel ekonomiyi aktarım kanalları vasıtasıyla etkilemektedir. Aktarım kanalları sayesinde kısa vadeli faiz oranı kararları üretici ve tüketicilerin harcamalarına, tasarruf ve yatırım kararlarına etki ederek şekillendirmektedir. Böyle bir etkileşim şeklinde ilerleyen süreç sonunda toplam talep ve enflasyon değişmektedir (TCMB, 2007:2). Tablo 1.1.'de basitleştirilmiş haliyle aktarım mekanizması kanalları ve işleyişleri tanıtılmaktadır.

Tablo 1.1: Aktarım Mekanizmasının İdeal İşleyişi

Kanallar	Merkez Bankasının Kısa Vadeli Faiz Oranlarını Artırması Sonucu	Merkez Bankasının Kısa Vadeli Faiz Oranlarını İndirmesi Sonucu
Beklentiler Kanalı	-Tüketici ve üreticiler MB'nin enflasyonla mücadeleye olan bağlılığına inanır. ↓ Enflasyonun gelecekte izleyeceği seyre yönelik beklentilerini MB'nin hedefi ile uyumlu oluştururlar	-Tüketici ve üreticiler enflasyonun ve ekonomik görünümün olumlu olduğuna inanır. ↓ Enflasyonun gelecekte izleyeceği seyre yönelik beklentilerini MB'nin hedefi ile uyumlu oluştururlar.
Faiz Kanalı	-Enflasyon beklentilerinin değişmediği varsayımıyla, nominal faizler yükselir. -Tüketiciler harcamalarını azaltır, tasarruflarını artırır. -Üreticilerin borçlanma maliyeti artar, yatırımları azalır. -Kullanılan kredi miktarı azalır. ↓ Toplam talep azalır, ekonomik aktivite yavaşlar, enflasyon düşer.	-Enflasyon beklentilerinin değişmediği varsayımıyla, nominal faizler düşer. -Tüketiciler harcamalarını artırır, tasarruflarını azaltır. -Üreticilerin borçlanma maliyeti düşer, yatırımlar artar. -Kullanılan kredi miktarı artar. ↓ Toplam talep artar, ekonomik aktivite hızlanır, enflasyon artar.
Varlık Fiyatları Kanalı	-Bono, hisse senedi, döviz kuru ve gayrimenkul gibi varlıkların görece fiyatları düşer. -Tüketicilerin gelirleri azalır, tüketimleri düşer. -Üreticiler, varlıklarını teminat göstererek borç aldıkları için borçlanmaları zorlaşır, yatırımlar azalır. ↓ Toplam talep azalır, ekonomik aktivite yavaşlar, enflasyon düşer.	-Bono, hisse senedi, döviz kuru ve gayrimenkul gibi varlıkların görece fiyatları artar. -Tüketicilerin gelirleri yükselir, tüketimleri artar. -Üreticiler, varlıklarını teminat göstererek borç aldıkları için borçlanmaları kolaylaşır, yatırımlar artar. ↓ Toplam talep artar, ekonomik aktivite hızlanır, enflasyon artar.
Döviz Kuru Kanalı	-Her koşulun sabit kaldığı varsayımıyla, yurtiçi faiz oranları yurtdışı faiz oranlarına karşı görece olarak yükselir. -Ülkeye sermaye girişi artar, ulusal para değeri kazanır. -Dış ticarete konu olan malların görece fiyatları etkilenir. ↓ Enflasyon düşer	-Her koşulun sabit kaldığı varsayımıyla, yurtdışı faiz oranları yurtiçi faiz oranlarına karşı görece olarak düşer. -Ülkeden para çıkışı artar, ulusal para değeri kaybeder. -Dış ticarete konu olan malların görece fiyatları etkilenir. ↓ Enflasyon artar.

Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Bülten, sayı 6, s. 2, Haziran 2007.

Tablo 1.1'de basit ve sade şekilde gösterilen aktarım kanalları Tablo 1.2'de daha ayrıntılı şekilde gösterilmektedir. Tablo 1.2'de aktarım kanallarının teorik olarak kendi içinde işleyişi verilmiştir. Hâlbuki uygulamada kanallar birbirleriyle ilişkili olarak hareket etmektedirler. Örneğin; faiz oranı kanalı borç maliyetlerini etkilemesi yoluyla kredi kanalı ile bağlantılıdır. Döviz kuru kanalı ile faiz paritesi de birbiri ile bağlantılıdır (Çakır, 2012:5).

Tablo 1.2: Parasal Aktarım Kanalları

Faiz Oranı Kanalı	Döviz Kuru Kanalı	Varlık Fiyatları Kanalı		Kredi Kanalı		Beklentiler Kanalı
		Hisse Senedi Fiyatı kanalı	Konut ve Arazi Fiyatları Kanalı	Banka Kredi Kanalı	Bilanço Kanalı	
Para Politikası (M)	Para Politikası (M)	Para Politikası (M)	Para Politikası (M)	Para Politikası (M)	Para Politikası (M)	Para Politikası (M)
↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
Reel Faiz Oranları	Reel Faiz Oranları	Hisse Senedi Fiyatları	Konut Fiyatları	Banka Mevduatları	Varlık Fiyatları	Reel Faiz Oranları
	↓	↓	↓	↓	↓	↓
	Döviz Kuru	Tobin'in q'su Firma Net Değeri Finansal Servet	Konut Harcamaları Finansal Servet	Banka Kredileri	Ters Seçim Ahlakı Tehlike	Merkez Bankası Güvenilirliği
	↓	↓	↓	↓	↓	↓
Yatırım Konut Yatırımı Dayanıklı Tüketim Harcamaları	Net İhracat Etkisi Bilanço Etkisi	Yatırım Etkisi Servet Etkisi Firma Bilanço Etkisi	Konut Yatırımları Tüketim Yatırım	Yatırım Harcamaları	Yatırım Harcamaları	Yatırım
GSYİH	GSYİH	GSYİH	GSYİH	GSYİH	GSYİH	GSYİH

Kaynak: Mishkin, Frederic S (2004); The Economics of Money: Banking and Financial Markets, 7.Baskı, Addison Wesley ,s.618.

Yabancı para biriminin değerinin belli bir dönemde değişmesi üzerine, piyasa aktörlerinin de bu duruma paralel olarak beklentileri değişir ve mevcut pozisyonlarını değiştirme eğilimine girerler. Bu durumda döviz kuru kanalı ile beklentiler kanalı birlikte hareket etmiş olur. Diğer bir örneğe göre de; kısa vadeli faiz oranlarının ani bir şekilde artması sonucu, olası bir devalüasyonu engellemek üzere ülkedeki para otoritesinin piyasaları yabancı para ile fonlayarak rahatlatması durumu ortaya çıkabilmektedir. Bu durumda da faiz oranı kanalı ile varlık fiyatları kanalı arasında birlikte bir hareket söz konusu olacaktır (Balkaş, 2004:36).

Tablo 1.2’de gösterilen kanallardan oluşan parasal aktarım mekanizması iki temel tip altında kategorize edilebilmektedir: Neo-klasik kanallar ve neo-klasik olmayan kanallar. Neo-klasik kanallarda finansal piyasalar mükemmel iken neo-klasik olmayan kanallar ise finansal piyasa kusurlarını içermektedir. Neo-klasik olmayan kanallar genellikle kredi görünümü olarak adlandırılırlar (Mishkin vd.: 2010:5). Bu çalışmada aktarım mekanizması kanalları bu tasnifte olduğu gibi iki kategoriye ayrılarak alt başlıklar halinde tanıtılacaktır.

1.2.1. Neo-Klasik Kanallar

Para politikasının geleneksel aktarım kanalları yatırım, tüketim ve uluslararası ticaret davranışının temel modelleri üzerine inşa edilmiştir. Bu modeller (sürekli gelir-tüketim modelleri ve uluslararası IS-LM modelleri) farklı kanallar kapsamında çalışmamızda açıklanmış olup bunlar; faiz oranı kanalı, döviz kuru kanalı ve varlık fiyatları kanalıdır.

1.2.1.1. Faiz Oranı Kanalı

Para yaklaşımı olarak da adlandırılan faiz kanalı, parasal aktarım mekanizması konusunda yapılan araştırmaların büyük bir kısmının çıkış noktası olmuştur. Geleneksel faiz oranı kanalı, para politikalarının faiz oranı ile reel ekonomiye aktarımını içerir. Keynesyen ekonomiye dayanmakta olup IS-LM modelinin standart durumunu yansıtmaktadır. Bilindiği gibi bu model para arzında meydana gelen artışa (azalışa) karşılık faiz oranlarının azalışını (artışını) açıklamaktadır (Taş, 2006:31).

Kanalın işleyiş sürecinin anlatılmasından önce dayandığı bir takım varsayımlardan bahsetmek kanalın anlaşılması için önem arz etmektedir.

Bun varsayımlar aşağıda maddeler halinde sıralanmaktadır:

- i. Tam ikamesi olmayan dışsal para arzı üzerinde Merkez Bankası kontrol sahibi olmalıdır.

- ii. Merkez Bankası nominal faiz oranları gibi reel faiz oranlarını da etkiler, fiyatlar eşzamanlı uyarlanmazlar. Nedeni ise kısa dönem ücret ve fiyat katılıklarıdır.
- iii. Kısa vadeli reel faiz oranlarını değiştiren politikalar, hane halkı ve iş çevresinin harcama kararlarını etkileyen uzun vadeli faiz oranlarını da etkiler.
- iv. Para politikasına faiz oranına duyarlılıkları ölçüsünde tepki gösteren harcamaların, çıktıda da gözlenen etkileri olmalıdır (Hubbard, 1995: 64).

Faiz kanalının IS-LM modeline dayanan notasyon ifadesi aşağıda gösterilmektedir:

$$M\uparrow \rightarrow i\downarrow \rightarrow I\uparrow \rightarrow Y\uparrow$$

M, i, I ve Y sırasıyla para arzını, reel faiz oranını, yatırım miktarını ve reel çıktıyı ifade etmektedir. Merkez Bankası para arzını artırdığında ($M\uparrow$), yani genişletici bir politika uygulandığında, reel faiz oranları düşer ($i\downarrow$). Sermayenin marjinal maliyetindeki bu düşüş yatırım harcamalarını uyarır ve artmasını ($I\uparrow$) sağlar. Bunun sonucunda yatırımlardaki artış toplam talepteki artış ile birlikte reel çıktının da artmasına ($Y\uparrow$) neden olmaktadır. Daraltıcı bir politika uygulandığında ise ortaya çıkan sürecin tersi işleyecektir.

Keynesgil Yaklaşımda faiz oranları, para arzı ile likidite talebinin kesişmesi noktasında oluşmaktadır. Teoride faiz oranı karar birimlerinin yatırım talebi ve likidite tercihi gibi seçimlerini yaparken dikkate aldıkları önemli bir etmendir. Keynesyen analizde para dışındaki tüm varlıkların birbirinin tam ikamesi olduğu görüşü olduğundan dolayı hepsi “tahvil” ile ifade edilmektedir. Bu nedenle analizde para ve tahvil olmak üzere iki tür finansal varlık bulunmaktadır. Para politikası uygulamaları faiz oranlarını tahvil fiyatlarının yükselip alçalması yoluyla etkilemektedir. Para arzında meydana gelen değişimler sonucunda ortaya çıkan faiz oranı değişiklikleri ise sermayenin marjinal etkinliğine bağlı olarak yatırımları, marjinal tüketim eğilimine bağlı olarak da harcamaları ve tasarrufu etkilemektedir. Böylece para politikaları faiz oranı aracılığıyla ekonomi üzerinde bir etki meydana getirebilmektedir (Varıçlı, 2011:19).

Parasal aktarımın geleneksel olarak adlandırılan faiz oranı kanalı daha çok iki iktisadi görüşün bakış açılarını içinde barındırmaktadır. Keynesyen ve Parasal Yaklaşım. Para politikalarının kısa dönemde ekonomiye etkilerde bulunduğunu iki yaklaşım da savunmakta ama nedenler konusunda ayrılmaktadırlar. Keynesyen yaklaşımda bunun nedeni fiyat katılıkları iken parasalcı yaklaşımdaki nedeni, ekonomik birimlerin uygulanan politikaların geçici mi yoksa kalıcı mı olduğu konusundaki bilgi eksiklikleridir (Özcan, 2010:22).

Kısa dönem faiz oranlarında yapılan değişim bu aktarım kanalının başlangıç noktasıdır. Faiz kanalı ile aktarım, kısa vadeli faiz oranlarındaki değişimle başlayıp, uzun dönem faizlerini çeşitli yollarla etkilemesiyle son bulmaktadır. Genişletici bir para politikası fiyat katılığı varsayımı altında uygulandığında kısa dönem reel faiz oranını düşürecektir. Bu düşüş beklentiler yaklaşımı aracılığıyla uzun dönem faiz oranlarında da bir düşmenin ortaya çıkmasına yol açacaktır. Uzun dönem faiz oranlarındaki değişimler de yatırım kararlarını ve dolayısıyla reel üretimi etkilemektedir (Çakır, 2012:29). Başlangıçta Keynes bu aktarım kanalının işleyişini müteşebbislerin yatırım kararları çerçevesinde ortaya koymuş ancak daha sonra yapılan çalışmalar tüketicilerin konut ve dayanıklı tüketim malı satın alma kararlarının da müteşebbislerin yatırım kararlarına benzediğine dair bulguları elde etmiştir. Kanalin işleyişinin gösterildiği yukarıdaki basit şemadaki uygulama, konut ve dayanıklı tüketim malı harcamalarını da kapsayan tüketim harcamaları için aynı biçimde işlemektedir ve bunlar yatırım harcamaları ile aynı başlık altında ele alınmaktadır (Doğan, 2012:213).

Faiz kanalında, firmaların ve tüketicilerin kararlarında etkili olan faiz oranı nominal değil reel faiz oranı olarak ifade edilmiştir. Bu faiz kanalının ayrı bir özelliğidir. Harcamalar üzerinde etkili olan faiz oranı da genellikle kısa dönem değil uzun dönem faiz oranıdır. Fiyatların kısa dönem katılığından dolayı, kısa dönem nominal faiz oranlarında meydana gelen bir değişim kısa ve uzun dönem reel faiz oranlarını da değiştirmektedir (Taş, 2006:33).

Ayrıca, reel faiz oranlarındaki değişimler faiz kanalı içerisinde iki çelişkili durumu da beraberinde getirmektedir. Örneğin, faiz oranlarında bir artış söz

konusu olduğunda faiz getirisi yüksek varlıklara sahip olan bireylerin gelirleri ve dolayısıyla tüketimleri artarken (gelir etkisi), daha yüksek oranlı faizler ekonomik karar birimlerinin tüketim yerine tasarrufta bulunmalarına (ikame etkisi) neden olabilmektedir (Çavuşoğlu, 2010:12).

Faiz kanalının varlık fiyatları olarak sadece tahvil faiz oranını dikkate alması özellikle monetaristler tarafından eleştiri konusu haline gelmiştir. Monetarist yaklaşıma göre, parasal büyüklüklerdeki değişmeler tahvil faiz oranları yanında, döviz kuru, hisse senedi ve faiz oranına duyarlı diğer finansal araçların görece fiyatlarında da etkiler meydana getirmektedir. Ayrıca, monetarist yaklaşıma dayanan uygulamalı çalışmalardan elde edilen sonuçlar ortaya koymuştur ki, para politikası şokları hane halklarının servetleri ve beklentileri vasıtasıyla da harcama kararları üzerinde etkili olabilmektedir (Özdemir, 2012:71).

1.2.1.2. Varlık Fiyatları Kanalı

Para politikalarının ekonomi üzerindeki etkilerine bakıldığında, çok sayıda varlık fiyatı olmasına karşın, Keynes analizinde tek bir varlık fiyatı, tahvil, üzerinde durmaktadır. Monetarist iktisatçılar tek varlıkla yapılan bu analize itiraz etmişler ve para politikasının başka varlıklar aracılığıyla da ekonomiyi etkilediğini savunmuşlardır. Monetaristler, başka nispi varlıkların ve reel servetin ekonomi üzerindeki parasal etkilerini iletmek için bir aktarım mekanizmasını öngörmektedirler (Mishkin, 2003:618). Tahvil fiyatlarına ek olarak, hisse senedi ve konut ve arazi fiyatları kanalları da para politikası etkilerini yansıtmaları açısından öne sürülen önemli kanallardır.

1.2.1.2.1. Hisse Senedi Fiyatı Kanalı

Hisse senedi fiyatı kanalı *Tobin'in "q" Teorisi* ve *Servet Etkisi* olmak üzere iki kanal üzerinden açıklanmaktadır. Para politikalarının ekonomiye olan etkisinin aktarımında hisse senedi fiyatı kanalının en önemli göstergesi *Tobin'in "q" teorisi*' dir. Hisse senedi fiyatları ile yatırımlar arasında ilişki kuran bu model, Amerikalı iktisatçı James Tobin tarafından geliştirilmiştir.

Modeldeki “q” terimi, firmaların piyasa değerlerinin sermaye yenileme maliyetine bölümü olarak tanımlanmaktadır. q yüksekse, firmanın piyasa değeri sermayenin yenileme maliyetinden görece olarak fazladır. Yeni tesis ve ekipman sermayesinin firmanın piyasa değerinden daha ucuz olduğunu göstermektedir. Buna göre, yüksek q değerine sahip şirketler az miktarda hisse senedi ihraç ederek, elde ettikleri gelire yeni demirbaş ve ekipman satın alıp yatırım harcamalarını artıracaklardır. Diğer yandan, q düşük olduğunda, firmanın piyasa değeri sermaye yenileme maliyetine göre daha düşük olacaktır. Firmalar daha fazla sermaye elde etmek isterse, yeni yatırım mallarının firma değerine oranının yüksek olmasından dolayı, yeni yerine eski sermayeye yönelecekler ve yatırım harcamaları düşük düzeyde olacaktır (Mishkin, 1996:6).

Modeldeki önemli husus hisse senedi fiyatları ile yatırım arasındaki ilişkidir. Bu ilişki ile para politikasının hisse senetlerini ne şekilde etkilediği ifade edilmiş olmaktadır. Hükümet tarafından para arzının artırılması ($M\uparrow$) ile kişiler arzu ettiklerinden daha fazla paraya sahip olurlar. Faiz oranlarında düşme ($i\downarrow$) gerçekleştiren bu para arz fazlasının bir kısmı hisse senedi alınmak için kullanılır. Böylece hisse senetlerine olan talep, hisse senedi fiyatlarını ($P_h\uparrow$) ve q değerini yükseltecektir. q ' nun değerinin yükselmesi sonucu da yatırım harcamaları artacak ($I\uparrow$) ve üretim miktarı ($Y\uparrow$) yükselecektir (Ünsal, 2007:464).

Hisse senedinin parasal aktarım mekanizmasındaki bir diğer kanalı ise *Servet Etkisi* kanalıdır. Bu kanal hisse senedi fiyatlarının servet düzeyini etkilemesi ile hane halkının tüketim harcamalarındaki değişimi yansıtmaktadır. Franco Modigliani servetin tüketim etkisini “Yaşam Boyu Modeli”nde ele almıştır. Buna göre Modigliani, tüketicilerin tüketim harcamalarını hayat boyu gelirine bağlı olarak değiştireceğini ifade etmiştir (Çakır, 2012:35). Yani tüketicilerin harcamaları beşeri sermaye, reel sermaye ve finansal servetleri gibi hayatı boyunca elde ettiği kaynaklar tarafından belirlenmektedir. Tüketicilerin finansal servetlerinin önemli bir bileşeni ise hisse senedir. Parasal genişleme ($M\uparrow$) sonucu hisse senedi fiyatları yükseldiğinde ($P_h\uparrow$), bireylerin finansal servetleri artacaktır ($W\uparrow$). Böylece tüketicilerin yaşam boyu kaynaklarının artırılması da mutlaka tüketim harcamalarında ($C\uparrow$) ve dolayısıyla üretimde ($Y\uparrow$)

artıya yol açacaktır (Mishkin, 1996:7). Böylece faiz oranında bir değişime gerek duyulmadan, servet miktarında meydana gelen değişme ile tüketim harcamalarının miktarının değişmesi ekonomik faaliyetleri etkileyebilmektedir (Taş, 2006:42).

1.2.1.2.2. Konut ve Arazi Fiyatları Kanalı

Tobin'in q teorisi ve servet etkisi kanalı, tüm finansal ve finansal olmayan varlıkların ekonomiye etkisinin belirlenmesinde uygulanabilmektedir. Bu varlıklardan biri olan gayrimenkul piyasası, servetin önemli unsurlarından biri olduğu gibi başlı başına ayrı bir aktarım kanalını da oluşturmaktadır (Akkılıç, 2007:17).

Konut fiyatlarındaki artış, yerine koyma maliyetine göre bu varlıkların fiyatlarını artıracığından, konut için hesaplanan q değeri yükselecek ve bu değerdeki yükseliş konut üretimini uyaracaktır. Yine aynı şekilde, konut ve araziler servet için son derece önemli bileşenler olduğundan, bunların fiyatlarında meydana gelecek artış servetin değerini de yükseltecektir. Servetin değerindeki artış tüketim harcamalarını ve toplam üretimi artıracaktır (Mishkin, 2004:621).

1.2.1.3. Döviz Kuru Kanalı

Esnek kur rejimleri ve ekonomik liberalleşmenin benimsenmesi ile birlikte para politikasının döviz kuru kanalıyla ihracat ve üretim düzeyi üzerine olan etkileri önem kazanmaya başlamıştır. Bu çerçeveden bakıldığında, ülke ekonomilerinin dışa açıklık derecesi arttıkça döviz kuru kanalının etkinliği de ölçüde artacaktır (Mishkin, 2004:618).

Açık ekonomilerde meydana gelen parasal aktarım mekanizmasının döviz kuru kanalı Mundell- Flemming Modeli temellidir. Bu model dışa açık ekonomileri kapsamaktadır ve bu nedenle de döviz kuru kanalı kapalı ekonomilerde değil, esnek döviz kuru rejimini benimseyen ülkelerde etkin bir şekilde çalışmaktadır (Cambazoğlu ve Karaalp, 2012:57). Robert Mundell (1962), uzun süre önce bu modelde sermayenin uluslararası hareketliliğini, kısa vadeli faiz oranları ve döviz kuru arasındaki basit bir ilişkiden ibaret olduğunu ifade

etmiştir. Bu ilişki faiz oranı paritesi olarak adlandırılmıştır. Faiz oranı paritesi ilişkisi, herhangi iki ülke arasındaki faiz oranı farkının bu iki ülke arasındaki döviz kuru değişiminin beklenen oranına eşit olduğunu belirtmektedir (Taylor, 1995:15).

Mishkin'e göre döviz kurları iki temel mekanizma ile ekonomiyi etkilemektedir: Net ihracata olan etkileri ve bilançolar üzerindeki etkileri.

1.2.1.3.1. Net İhracat Etkisi

Döviz kuru kanalın net ihracat üzerinde etkide bulunabilmesi için esnek döviz kuru rejiminin benimsenmiş olması gerekmektedir. Bu kanalın çalışma biçimi, tam sermaye hareketliliğinin olduğu açık ekonomilerde daha net bir şekilde anlaşılmaktadır.

Döviz kuru kanalı, faiz oranı kanalı ile ilişkili olarak aktarım mekanizmasını açıklamaya çalışmaktadır. Genişletici bir para politikası ($M\uparrow$) sonucu yurtiçi reel faiz oranlarının düştüğü bir ortamda ($i\downarrow$), yerli para yabancı para karşısında çekiciliğini yitirmektedir. Yerli paranın değer kaybetmesi ile yabancı para değer kazanacak ($E\uparrow$), yerli mallar yabancı mallara oranla ucuzlayacaktır. Bunun sonucunda, net ihracat ($NX\uparrow$) ve dolayısıyla toplam çıktı miktarı ($Y\uparrow$) yükselecektir (Cambazoğlu ve Karaalp, 2012:57).

Daraltıcı bir politika uygulandığında ise mekanizma tersi yönde işleyecektir. Yurtiçi faiz oranları yükselecek ($i\uparrow$), faiz oranlarının yükselmesi ile birlikte ülkeye yabancı sermaye girişi artacak ve yabancı para yerli para karşısında değerini kaybedecektir ($E\downarrow$). Bunun sonucunda da yerli mallar pahalı, yabancı mallar ise ucuzlayacak ve ülkenin ihracatı ithalat karşısında düşüşe geçecektir ($NX\downarrow$). Dolayısıyla üretimde de azalma ($Y\downarrow$) meydana gelecektir.

1.2.1.3.2. Bilanço Etkisi

Döviz kuru kanalının net ihracattan sonra bir diğer etkisi de bilançolar üzerinde olmaktadır. Döviz kurundaki dalgalanmalar, borçlarının büyük bir kısmı

yabancı para cinsinden olan firmaların bilançosunu etkileyerek toplam talep üzerinde önemli bir etki yaratmaktadır (Taş, 2006:39).

Uygulanan genişlemeci bir politika ($M\uparrow$) sonucu, döviz kurlarındaki artıştan ($E\uparrow$) dolayı, borçlarının büyük bir kısmı yabancı para birimi cinsinden olan hane-halkları ve firmaların borç yükümlülükleri artacaktır. Yerli paranın değerinin düşmesi dolayısıyla yerli para olarak tutulan varlıkların değerinde de düşme meydana gelecek ve net servet düşecektir ($NW\downarrow$). Bilançoda ortaya çıkan bu bozulma ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarını artırarak kredilerde bir düşüşe ($L\downarrow$) neden olacaktır. Kredilerdeki düşüş yatırımları ($I\downarrow$) ve sonuç olarak çıktıyı ($Y\downarrow$) azaltacaktır (Mishkin, 2001:9).

Döviz kurunun bilançolar üzerindeki etkisi, firma bilançoları yanında banka bilançolarına olan etkisiyle de işlemektedir. Borçluların döviz kurundaki dalgalanmalar nedeniyle borçlarını ödeyememeleri, bankaların borçlarını tahsil etmesini engellemekte ve banka bilanço yapısını bozmaktadır. Bu nedenle bankaların borç verebilme kapasiteleri düşmekte, likidite sıkışıklığından dolayı da yatırım, toplam harcamalar ve gelir seviyesi azalmaktadır (Taş, 2006:40).

1.2.2. Neo-Klasik Olmayan Kanallar

Piyasa kusurlarını içinde barındırdığı için bu kanallara neo-klasik olmayan aktarım mekanizması kanalları denilmektedir. Bu tür kanallar ya piyasalardaki devlet müdahalesinden ya da özel piyasalardaki eksiklikler nedeniyle ortaya çıkabilmektedir (Mishkin, 2010:15). Neo-klasik olmayan kanallar genellikle kredi görünümü olarak adlandırılmaktadır fakat çalışmamızda neo-klasik olmayan kanallar kapsamında kredi kanalına ek olarak beklentiler kanalı da tanıtılacaktır.

1.2.2.1. Kredi Kanalı

Genellikle aktarım mekanizmasında önceleri faiz kanalı kullanılırken finansal piyasalardaki yeni gelişmeler, liberalleşme çabaları, yaşanan bankacılık krizleri ve kredilerin geri ödenmemesi sorununun önemli boyutlara ulaşması, para politikalarının etkilerinin reel ekonomiye aktarılmasında iki varlıktan (para ve

tahvil) oluşan yapının yetersiz kalmasına ve kredi piyasasının önem kazanmasına neden olmuştur (Çakır, 2012:40).

Kredi kanalını savunanlara göre kredi kanalı, geleneksel faiz oranı kanalına alternatif ya da ayrı bir kanal olarak görülmemekte aksine faiz kanalının etkilerini kuvvetlendiren ve zenginleştiren faktörlerle donatılmıştır. Başka bir anlatımla kredi kanalı görüşü ile faizin önemi mekanizma içinde yine korunmakta, geleneksel teorisinin ileri sürdüğü etkiler kredi piyasalarında oluşan sorunlar nedeniyle artmakta ve yaşanan olaylar daha iyi değerlendirilebilmektedir (Erdemil, 2006:161).

Parasal aktarım mekanizmasının kredi kanalı yaklaşımında, faiz kanalına ek olarak, para ve tahvil yanında kredilere de yer verilmektedir. Kredilerin eklenmesi ile bankalara para ve kredi yaratma görevi verilmiştir. Böylelikle kredi yaklaşımı, banka kredi faizlerinin piyasa faizlerinden farklı bir şekilde hareket edeceğini öngörerek nominal harcamalardaki değişimleri ölçebilecektir (Kasapoğlu, 2007:22).

Aktarım mekanizmasının kredi kanalında faiz oranının önemi vurgulanmakla birlikte banka kredilerine ve firmaların finansal yapılarına da ayrı bir yer verilmektedir. Kredi kanalı teorisine göre, para politikasının faiz oranları üzerindeki gözlenen etkisi, dış finans primindeki içsel değişikliklerin etkisiyle kuvvetlenir. Dış finans primi, firmaların dışarıdan bulabilecekleri fonların maliyetleri ile kendi kaynaklarıyla sağlayabilecekleri fonların maliyetleri arasındaki farka eşittir. Dış finans priminin büyüklüğü ise borç verenlerin elde edecekleri getiri ile borçlanıcıların katlanacakları maliyet arasında dengesizlik yaratan kredi piyasası aksaklıklarını gösterir. Para politikasındaki değişimler sonucunda meydana gelen kısa dönem faiz oranlarındaki değişiklikler, kredi kanalı görüşüne göre dış finansman priminde de paralel bir değişikliğe sebep olarak firmaların borçlanma maliyetlerine etki etmektedir (Taş vd., 2012:58).

Borçlulara potansiyel kredi verenlerin onların yatırım projeleri hakkında fazla bilgi sahibi olmamaları nedeniyle kredi piyasasında asimetric enformasyon, bilgi asimetrisi, ortaya çıkmaktadır. Bu asimetric enformasyon “ex-ante (uygulamadan önce)” ya da “ex-post (uygulamadan sonra)” şeklinde meydana

gelebilmektedir. Uygulamadan önce kredi kuruluşları kredi verirken düşük riskli ve yüksek riskli borçlular arasında ayırım yapamadıklarından dolayı asimetrik enformasyon ortaya çıkmaktadır. İkinci el araç piyasası bunun için en belirgin örnektir; kullanılmış bir otomobilin kalitesi hakkında satıcı alıcıdan daha az bilgiye sahip olacaktır. Uygulamadan sonra ortaya çıkan asimetrik enformasyon ise projenin tamamlandıktan sonra fiili getirisinin sadece borçlular tarafından gözlemlenebilmesi ile ortaya çıkmaktadır (Claus ve Smith, 1999:9).

Asimetrik enformasyon olarak adlandırılan bu piyasa aksaklığı *ters seçim* ve *ahlaki tehlike* sorunlarına yol açmaktadır. Ters seçim problemi, taraflar arasında kredi sözleşmesi yapılmadan önce kredi verenlerin kredi verdikleri kişilerin tüm özelliklerini bilmemeleri nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Kredi verenin, kredi alanın risk derecesi ve krediyi geri ödeme yeteneği konusunda yeterince bilgi sahibi olmaması ters seçime neden olmaktadır. Ahlaki tehlike ise; sözleşme yapıldıktan sonra kredi alanların aldıkları bu kredilerin sözleşme şartlarına uygun bir şekilde kullanılmaması ve bununla fon arz edenler tarafından gözlenemediği durumlarda oluşmaktadır (Kutlar ve Sarıkaya, 2003:2-3).

Kredi kanalı, kendi piyasalarındaki bilgi problemlerinin bir sonucu olarak iki temel parasal aktarım kanalına bölünebilir: Banka kredi kanalı ve bilanço kanalı. Kredi kanalı yaklaşımı altında incelenen banka kredi kanalı ve bilanço kanalı, finansal piyasalarda oluşan asimetrik enformasyondan dolayı uygulanan para politikalarının etkilerinin geleneksel aktarımda ileri sürülen etkilerden daha güçlü olduğunu ileri sürmektedir (Çakmaklı, 2005:32).

1.2.2.1.1. Banka Kredi Kanalı

Para politikaları, borçluların bilançoları üzerindeki etkisinden başka ticari bankalar tarafından ödünç verilen aracılık kredisinin kaynağını değiştirerek dış finansman primini de etkileyebilmektedir. Bu da banka kredi kanalı ile olmaktadır. Günümüzde de birçok ülkede de bankalar baskın kaynak olmaya devam etmektedir (Bernanke ve Getrler, 1995:18).

Banka kredi kanalı özellikle de kredi piyasalarındaki asimetrik bilgi sorunlarını çözmek için uygundur çünkü bankalar finansal sistemde özel bir role, görünüşe sahiptirler. Bankaların özel rolü dolayısıyla, bazı borçlular bankalardan borç almadıkça kredi piyasalarına erişemeyecektir. Oldukça uzun bir süre perakende mevduat bankalarının fonlardan başka mükemmel bir ikamesi olmadığından dolayı banka kredi kanalı aşağıdaki gibi çalışmaktaydı. Genişlemeci bir para politikası, banka rezervleri ve banka mevduatları ile bankanın mevcut kredi miktarlarında artışlar meydana getirmekte, kredi miktarlarındaki bu artış da yatırım harcamalarının yükselmesine ve akabinde üretimin artmasına sebep olmaktaydı (Mishkin, 1996:9).

Banka kredi kanalı kredi maliyetinden çok enflasyon ve toplam talep miktarını etkiler. Örneğin, merkez bankası tarafından para politikasının sıkılaştırılması nedeniyle özel bankaların rezervleri ve kredi arzının önemi azalmaktadır. Bu da bankaya bağımlı borçluların tüketim harcamaları ve yatırımlarında azalma anlamına gelmektedir (Samkharadze, 2008:8). Kısaca banka kredi kanalı para politikasındaki değişikliklerin bankaların kredi arzını etkilemesi ile çalışmaktadır. Banka kredi kanalının etkin bir şekilde işlemesi için üç varsayımın geçerli olması gerekmektedir:

- i. Firmaların bilançolarının yükümlülük tarafında yer alan finansman bonoları ile banka kredileri tam ikame mallar olmamalıdır.
- ii. Merkez bankalarının uyguladığı politikalar bankaların kredi arzını etkileyebilmelidir.
- iii. Parasal şokların etkisini ortadan kaldıracak tam uyumlu fiyat ayarlamaları mümkün olmamalıdır (İnan, 2001:5).

Son yıllarda yaşanan finansal gelişmeler ve ilerlemeler sonucunda, bankaların parasal aktarımdaki rolü ve ekonomik birimlerin banka kredilerine bağımlılığı azalmaya başladığından, banka kredileri kanalının etkinliği de azalmaya başlamıştır. Ancak Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasaların tam anlamıyla gelişmemiş olması ve özellikle de küçük firmaların

banka finansmanlarına bağımlı olmasından dolayı banka kredi kanalının etkin çalıştığı görülmektedir (Çavuşoğlu, 2010:18).

1.2.2.1.2. Bilanço Kanalı

Bilanço kanalı esas olarak firmaların parasal durumları ile yakından ilgilidir. Para politikasında meydana gelen değişimler bir firmanın varlık ve yükümlülüklerinin farkından elde edilen net değeri etkilemekte, böylece firmaların kredi alma maliyeti değişmektedir. Net değeri yüksek firmalar para politikası şokları (faiz oranlarının yükselmesi gibi daraltıcı politika) karşısında kolaylıkla ve uygun şartlara kredi elde edebilmektedir (Cengiz, 2009:236).

Firmaların net değeri ne kadar düşük olursa, ters seçim sorununun yarattığı problemlerle yüzleşme ihtimalleri o ölçüde artacak, dolayısıyla yatırım harcamaları için dış finansman imkanları o ölçüde zorlaşacaktır. Ters durumda ise firmaların, ters seçim ve kötü niyet sorunlarının yarattığı finansal problemlerle karşılaşma olasılıkları daha düşük olmaktadır. Dolayısıyla net değerde meydana gelen bir azalma, firmaların aldıkları ödünçleri ve de yatırım harcamalarını düşürürken, net değerde oluşan bir artış, firmaların aldıkları ödünçleri ve dolayısıyla da yatırım harcamalarını artıracaktır (Özcan, 2010:35).

Özet olarak bilanço kanalı ile nakit yaratabilme kapasitesi (nakit akışları) ve net varlık değeri finansman maliyetini ve finansal kaynaklara erişim imkanlarını ve dolayısıyla yatırım harcamalarını etkilemektedir. İşletmelerin iç kaynak yaratabilme kabiliyetini zayıflatan para politikası şokları bilanço üzerinde etkiler yaratabilmektedir. Bu bağlamda iç kaynaklardaki azalış dış kaynakların nisbi maliyetini artırırken eş anlı olarak işletmeleri maliyeti daha yüksek olan dış kaynaklara yönelmek zorunda bırakabilmektedir. Ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyen sıkı para politikaları, nakit akışlarını ve şirket karlarını azaltarak dış kaynak finansman priminin artmasına yol açtığı taktirde harcamalar üzerinde daraltıcı etkiler ortaya çıkartabilir. Bu mekanizma çerçevesinde etkin bir bilanço kanalı, uygulanan para politikalarının etkisinin diğer kanallar üzerinden yayılıp güçlenmesine yol açabilmektedir (Özdemir, 2012:117).

1.2.2.2. Beklentiler Kanalı

Beklentiler kanalı, ekonomik birimlerin gelecek dönemlere ilişkin başta enflasyon olmak üzere ekonomik şartlarda yaşanmasını bekledikleri değişimler vasıtasıyla çalışan bir kanaldır (TCMB, 2013:6).

Gelecekte oluşacak olan koşul ve olaylar hakkında iktisadi ajanların tam bir öngöründe bulunamaması gerek hane halklarını gerekse iktisadi kurumları birtakım beklentiler içerisine sokmaktadır. Belirsizliğin olduğu durumda beklentiler para politikasının daha önceden bilinmesine, elde edilen bilgilere ve geçmiş deneyimlere bağlı olarak oluşturulmaktadır. Para politikasının bu beklentiler doğrultusunda doğru olarak anlaşılması para politikasının etkinliğini artırmaktadır (Güney ve Alacahan, 2012:7).

Beklentiler üzerinde istenilen etkilerin ortaya çıkabilmesi için para politikası uygulayıcılarının, para otoritelerinin, güvenilir olması ön koşuldur. Güvenilirlik için de kurumsal düzenlemelerin yapılmış olması gerekmektedir. Bunlar arasında para otoritesinin bağımsızlığı, kurala dayalı para politikası, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ile disipline edilmiş maliye politikası düzenlemeleri bulunmaktadır. Bu özelliklerdeki bir parasal otoritenin hedeflerini halka açıklaması ile iktisadi birimlerin beklentilerini aynı yönde belirleyebilmesi ve istenilen etkilerin ortaya çıkması beklenmektedir (Bakan ve Akçacı, 2015:71).

Kanalın işleyişi bakımından merkez bankasının güvenilirliği kritik önem arz etmektedir. Karar birimleri merkez bankasına güvenir, enflasyonla mücadelede olan bağlılığına inanırsa, politika faiz oranları artırıldığında tüketici ve üreticilerin enflasyon beklentisi düşme gösterecektir. Merkez bankasına güvenin olmadığı tersi bir durumda ise politika faiz oranlarındaki artış, gelecek dönem için enflasyon oranlarının yükseleceği beklentisini oluşturacaktır. Beklenti kanalının parasal otoritelerin amaçları doğrultusunda çalışabilmesi güvenilir bir para politikası stratejisinden geçmektedir. Oluşturulan güvenli stratejiler yatırım ve tüketim kararlarına etki ederek reel ekonomiyi etkilemektedir (Katı, 2014:75).

1.3. Parasal Aktarım Mekanizmasını Etkileyen Faktörler

Para politikasının reel sektöre etkileri incelenirken iki önemli faktör dikkati çekmektedir. Birincisi, kısa vadeli faiz oranları, rezerv yükümlülükleri gibi doğrudan para otoritesinin kontrolü altındaki araçlardan, kredi ve mevduat faiz oranları, varlık fiyatları ve döviz kuru gibi finansal olmayan sektörlerdeki koşulları da doğrudan etkileyen değişkenlere doğru olan aktarımdır. İkinci unsur da, firmaların ve hane halklarının harcama kararları ile finansal durumları arasındaki ilişkidir. Firmaların ve bankaların, aktif ve pasiflerinin döviz ve vade bileşimi, özellikle banka finansmanında dış kaynak bağımlılığı, borçlanma koşulları gibi finansal koşullar parasal aktarımın ikinci aşamasında önemli rol oynamaktadır (Bozoklu, 2005:41).

Kamu kesiminin ekonomideki ağırlığının azalmasıyla gerek finansal kaynaklardan kamu kesimine tahsis edilen fonların azalması gerekse kamunun mali sektördeki ağırlığının azalması banka kredi kanalı ve geleneksel faiz oranı kanalının nispi önemini artırmıştır. Finansal serbestleşmeyle beraber ekonomide kırılganlığın artması, finansal krizler sonrasında gözlenen kredi çöküşü ise kredi kanalının nispi önemini artırmıştır. Diğer yandan, gelişmekte olan piyasalarda finansal sistemin derinleşmesi ve ekonominin dışa açıklığının artması özel kesimin bilançolarında yer alan varlık ve yükümlülüklerin çeşitlenmesine, dolayısıyla da döviz kuru başta olmak üzere diğer varlık fiyatlarının rolünün artmasına yol açmıştır (Akkılıç, 2007:52).

Parasal aktarım mekanizması kanallarının ideal işleyişleri her zaman geçerli olmamakta, mekanizmanın işleyişini etkileyen bir takım unsurlar ortaya çıkabilmektedir. Finansal sistemin yapısı, finansal sözleşmelerin vadesi, sermaye hareketlerinin serbestliği, ekonominin büyüklüğü ve dışa açıklığı gibi ülkelerin ekonomik yapılarını belirleyen çeşitli unsurlar para politikası uygulamalarının reel ekonomi üzerine nasıl etkilerde bulunacağı hakkında belirleyici olabilmektedir (TCMB, 2007:3).

1.3.1. Resmi Müdahaleler

Parasal aktarım sürecinde devlet müdahalesi finansal piyasaları üç şekilde etkileyebilmektedir. Bunlardan ilki faiz oranı kontrolleri ya da diğer finansal piyasa fiyatları üzerine sınırlar koymak, ikincisi banka kredileri üzerine doğrudan sınırlar koymak ve son olarak seçilen alanlara kredi sağlayıp hükümet tarafından finanse etmek şeklinde olmaktadır.

Finansal serbestleşme süreci ile hükümetlerin krediler üzerindeki doğrudan kontrolleri önemini yitirmiş, açık piyasa işlemleri para politikasını yönlendirmede ağırlık kazanmıştır. 1980'li yılların başında kredi tavan ve mevduat munzam değişikliklerinin kullanımının yaygın olduğu para politikası uygulamaları yerini, 1990'lı yıllarda, açık piyasa işlemlerine bırakmıştır (Kamin vd., 1998:16).

1.3.2. Finansal Piyasaların Yapısı

Finansal liberalizasyon sürecinin tamamlandığı bir ortamda parasal aktarım mekanizmasının önemli bir unsuru borçlanıcıların ve tasarruf sahiplerinin karşılaştıkları faiz oranı ile merkez bankasının uygulamalarından doğrudan etkilenen kısa vadeli para piyasası faiz oranı arasındaki ilişkidir (Bozoklu, 2005:43). Bu ilişkide öneme sahip olan faktörler: bankacılık sektöründeki rekabetin derecesi, alternatif finansman kaynaklarına erişim kabiliyeti ve finansal piyasaların derinliğidir.

Para piyasası faiz oranlarındaki değişmelere kredi ve mevduat faiz oranlarının daha büyük ve hızlı tepki vermesi, para politikasının reel ekonomiye daha hızlı ve etkin bir biçimde aktarımını sağlamaktadır. Kredi ve mevduat faiz oranlarının duyarlılık seviyesinin temel belirleyicisi bankacılık sektöründeki rekabetin derecesidir. Rekabetçi bir piyasa koşulunun olduğu durumda, fon maliyetlerinde oluşacak değişiklikler kredi ve mevduat oranlarını daha hızlı bir şekilde etkileyecektir. Tersine, yoğunlaşmanın fazla olduğu bankacılık sektöründe oligopolistik fiyatlama sonucu kredi ve mevduat faizlerinin para piyasası oranlarındaki değişmelere vereceği tepki yavaş ve asimetrik olacaktır. Kar amacı gütmeyen kamu bankalarının varlığı para piyasası faiz oranlarına olan duyarlılığı azaltmaktadır (Kamin vd., 1998: 22-24).

Banka dışı alternatif fon kaynaklarının, sermaye piyasası ve tezgah üstü piyasaların varlığı ve bu kaynaklara hane halkları ve firmaların ulaşabilme derecesi de kredi ve mevduat faiz oranlarının para politikası değişmelerine olan duyarlılığını etkilemektedir. Yurtiçi sermaye piyasalarının varlığı para politikası şoklarının aktarımını güçlendirmektedir. Gelişmiş ve rekabetçi sermaye piyasaları genellikle daha esnektir ve para politikası değişmelerine daha çabuk tepki vermektedir. Dolayısıyla, gelişmiş sermaye piyasaları, bankaların para politikası değişmelerine duyarlılığını artıran bir faktördür (Kasapoğlu, 2007:34).

Para ve sermaye piyasalarının derinliği, politika araçlarının piyasa faiz oranlarını ve harcama davranışlarını nasıl etkilediği üzerinde önemli olmaktadır. Zayıf ya da rekabetçi olmayan bir finansal piyasa, para piyasası faiz oranlarında önemli oynaklıklara neden olabilir. Politika oranlarındaki değişimin kredi ve mevduat faiz oranlarına aktarımı maliyetli oluyorsa ya da bankacılık sektöründe politika oranlarının eski seviyesine döneceğine dair bir beklenti bulunmaktaysa, kredi ve mevduat faiz oranları para piyasası faiz oranlarında meydana gelen değişmelere tepkisiz kalması mümkündür (Kamin vd., 1998:30).

Finansal piyasaların yapısı çoğu zaman aktarım kanallarından hangisinin etkin olduğunu belirlemektedir. Finansal sistemin sığ (birkaç bankaya bağımlı) ve zayıf olduğu ekonomilerde hisse senedi piyasasının fazla aktif olmaması diğer varlık fiyatı kanalının çalışmamasına neden olmakta ve ayrıca bankacılık sektöründe birkaç bankanın sisteme hakim olması da faiz oranı kanalının zayıf çalışmasına sebep olmaktadır. Aynı şekilde finansal açıdan gelişmemiş ekonomilerde uluslararası ticaret ve sermaye hareketleri genellikle devlet kontrolünde olduğundan döviz kuru ile aktarım bu ekonomilerde uygun olmamaktadır. Bununla birlikte, diğer aktarım kanallarının çalışmasında bir engel teşkil eden finansal sistem zayıflığı, ahlaki tehlike ve ters seçim sorunlarını artırdığı için kredi kanalını mekanizma içinde diğer kanallardan daha baskın ve etkin hale getirmiştir. Ancak, finansal sistem geliştikçe ve çeşitlendikçe faiz oranı, varlık fiyatları ve döviz kuru kanalı daha etkin bir şekilde çalışmaktadır (Loayza ve Hebbel, 2002:9).

1.3.3. Finansal Sözlşmelerin Vadesi

Finansal sözlşmelerin vadesi, parasal aktarım mekanizmasının etkinliğinin değerlendirilmesinde etkili olan bir faktördür. Çünkü kısa vadeli faiz oranlarının uzun vadeli faiz oranlarını etkileme hızı parasal aktarım mekanizmasının etkinliği ile doğru orantılıdır. Finansal sözlşmelerde vade kısaldıkça sözlşmenin yeni oranlar ile yenilenmesinin hızı artacaktır. Ayrıca, finansal sözlşmelerdeki faiz oranının vadesinden önce ayarlanabilmesi ve piyasadaki değişiklikleri yansıtabilmesi kısa vadeli faiz oranlarının uzun vadeli faiz oranları üzerindeki etkisini, dolayısıyla da parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini artıracaktır (Akkılıç, 2007:64-66). Çünkü vadesinden önce değiştirilen faiz oranları mevduat sahibi ve kredi borçlularını doğrudan etkileyerek politika değişmelerinin kısa sürede etkisini göstermesine sebep olacaktır (Kasapoğlu, 2007:35).

1.3.4. Dış Finansman ve Dolarizasyon

Sermaye kontrollerinin olmadığı bir durumda, para politikasının etkisi, döviz kuru rejimi ve yerli ve yabancı finansal varlıkların ikame derecesine göre belirlenmektedir. Değişken döviz kuru kapsamında para politikasının aktarımı iki kanal üzerinden çalışır. Birincisi, para arzı dışsal olarak merkez bankası tarafından denetlenebileceğinden para politikası geleneksel faiz oranı kanalı üzerinden reel ekonomiye aktarılmaktadır. İkinci olarak da, para politikası döviz kuru kanalı aracılığıyla toplam talep ve fiyatları etkilemektedir. Yerli ve yabancı varlıklar arasındaki ikame derecesi arttıkça döviz kurunun politika değişimleri nedeniyle artan ya da azalan faiz oranlarına verdiği tepki artmakta ve para politikasının döviz kuru kanalı vasıtasıyla etkinliği artmaktadır. Yerli ve yabancı varlıklar arasında tam ikame olduğunda, para politikası değişiklikleri sermaye akımları aracılığıyla telafi edilmekte ve böylece parasal koşullarda değişiklik oluşmamaktadır (Kamin vd., 1998:34).

2. ENFLASYON HEDEFLEMESİ

Türkiye’de 1990’lı yıllar enflasyonun hızla yükseldiği, Türk Lirasının değer kaybettiği ve bütçe dengesinin sağlanması için TCMB kaynaklarının kullanıldığı diğer bir ifadeyle mali baskınlığın para politikası içerisinde etkin olduğu bir dönem olmuştur (TCMB, 2013:15).

1990’lı yılların sonuna gelindiğinde Türkiye, ekonomik olarak kötümser bir görüntü sergilemekteydi. Enflasyon oranı %70, ekonomik daralma %6 seviyelerinde, yüksek seyreden faiz oranları ve sürdürülemez noktaya gelen bütçe açıkları ile ekonomide hassasiyet iyice artmıştı. Bu sürecin atlatılması için 9 Aralık 1999 tarihinde bir istikrar programı uygulanmaya başlanmıştır. Bu programdaki amaç enflasyonu düşürmek, sürdürülemez kamu borçlanma sürecine son vermek ve ekonomik büyümeyi yeniden sağlamak olarak belirlenmiştir (Kocadağ, 2010:108).

9 Aralık 1999 istikrar programında döviz kurunda istikrar sağlanması üzerine yoğunlaşmış, bunun için kurun sabitlenmesi gibi bir takım düzenlemelere başvurulmuştur. Kur rejimi enflasyon hedefine yönelik olarak uygulanmış, hedeflenen enflasyona göre kur artışları tespit edilmiştir. Ancak programın sosyal yönünün zayıf olması, fiyat artış oranlarının kur artış oranının üzerinde gerçekleşmesi ile TL’nin değerlenmesi ve bunun özellikle AB’ye yapılan ihracatı azaltırken bu ülkelerden yapılan ithalatı artırması dolayısıyla dış ticaret dengesinde olumsuzlukların meydana gelmesi gibi nedenlerden dolayı ekonominin direnci zayıflamıştır (Afşar, 2010:48). Aynı zamanda Türk bankacılık sektörünün kırılgan yapısı ve faizlere karşı hassas durumda olması yatırımcılarda güvenin kaybolmasına neden olmuş ve bu durum 2000’li yılların sonunda krizi kaçınılmaz hale getirmiştir (İbiş, 2013:40).

Güven kaybının derinleşmesi ile ortaya çıkan Şubat 2001 krizi neticesinde döviz kuruna dayalı istikrar programına son verilmiş ve TCMB-Hükümet ortak kararı ile kurlar dalgalanmaya bırakılmış ve bu kriz sonrası dönem Türkiye ekonomisi ve Merkez Bankası için dönüm noktası olmuştur (TCMB, 2013:16).

Ülkemizde 1990'lı yılların belirli dönemlerinde uygulanmış olan parasal hedefleme ve 2000 yılında Aralık 1999 İstikrar Programı kapsamında uygulanan döviz kuru hedeflemesi stratejilerinin başarısızlıkla sonuçlanması yeni strateji oluşturulması konusunu gündeme getirmiştir. Yeni bir strateji arayışı kapsamında 2001 krizi sonrası kanun değişikliği ile bağımsız hale gelen TCMB, yeni dönemde örtük enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayacağını ve koşullar sağlandığında da açık enflasyon hedeflemesine geçileceğini kamuya duyurmuştur (Büyükkakın ve Eraslan, 2004:18).

2.1. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Tanımı ve Özellikleri

Ekonomik birimlerin tüketim, yatırım ve tasarruf gibi konularda karar alırken dikkate almadıkları durumu ifade eden ve düşük (tek haneli) yıllık enflasyon oranları anlamına gelen fiyat istikrarını sağlamak merkez bankalarının temel görevidir (Kara ve Orak, 2008:2).

Merkez bankaları, üstlenmiş oldukları fiyat istikrarı amacını gerçekleştirmek için enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaktadırlar. Bu çerçevede enflasyon hedeflemesi rejimi; para politikasının, fiyat istikrarı ana hedefine yönelik olarak, uygun bir dönem için belirlenen enflasyon hedefi ya da hedef aralığına dayandırılması ve bu hedefin kamuoyuna açıklanması olarak oluşturulan para politikası şeklinde tanımlanabilmektedir (Yiğit, 2009:15).

Fiyat istikrarı, düşük enflasyon oranının yakalanmasını değil; aynı zamanda o düşük orandaki istikrarın devamlılığının sağlanmasını da içermektedir. Fiyat istikrarı ile yüksek enflasyonun meydana getirdiği belirsizlik yok edilerek sürdürülebilir ekonomik büyüme ve ekonomide refah ortamının sağlanması hedeflenmektedir (TCMB, 2013:8).

Enflasyon hedeflemesi; enflasyonu düşürmek için kullanılan bir yöntem değil, dezenflasyon² sürecinin ardından ekonomide fiyat istikrarının izlenmesi ve

² Dezenflasyon: Enflasyon oranının düşmesi anlamına gelmektedir.

kontrol altına alınması için çapa görevi gören bir hedefleme rejimi olarak tanımlanmaktadır (Tutar, 2005:1).

Enflasyon hedeflemesi rejiminde, diğer rejim uygulamalarındaki gibi ana amaca ulaşmak için ara hedefler kullanılmamakta, doğrudan enflasyon/fiyat istikrarı hedefine odaklanılmaktadır. Yiğit (2009) bu durumu, enflasyon hedeflemesi stratejisinde Merkez Bankası'nın fiyat istikrarının sağlanması amacının dışında başka bir hedefin açık olarak kamuoyuna açıklanması söz konusu değildir şeklinde yorumlamaktadır. Fakat bu açıklama, merkez bankasının diğer amaçları (büyüme, tam istihdam, ödemeler bilançosu dengesinin sağlanması vs.) dikkate almadığı sonucunu ortaya çıkarmamaktadır. Sadece Merkez Bankası başka bir değişken hedefine ulaşılması konusunda kesin bir taahhütte bulunmamaktadır (Yiğit, 2009:16).

Enflasyon hedeflemesi rejimini ilk olarak uygulayan ülke 1989'da Yeni Zelanda olmuştur ve daha sonra birçok ülke enflasyon hedeflemesini uygulamıştır. Buna ek olarak, Avrupa Merkez Bankası, İsviçre Ulusal Bankası ve Amerikan Merkez Bankası da dahil olmak üzere diğer merkez bankaları enflasyon hedeflemesinin birçok özelliğine sahip rejimlere yönelmiştir. 1990'lı yıllar boyunca, enflasyon hedeflemesi neredeyse tamamen gelişmiş ülkelerle sınırlıyken, 1990'lı yılların sonundan bu yana gelişmekte olan ülke ekonomilerinde de uygulanmaya başlanmıştır (Scott Roger, 2009:4).

Enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi kararı gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin çoğunda uygulanmış olan parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi stratejilerinin kabul edilebilir sonuçlar doğurmamasından kaynaklanmıştır. Dolayısıyla birçok merkez bankası için en etkili para politikası tasarımı, kural çerçevesinde uygulanan enflasyon hedeflemesi rejimi olmuştur (Varlık, 2014:48).

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin diğer para politikası uygulamalarına tercih edilmesi bir takım üstün özelliklerinin var olmasından kaynaklanmaktadır. Bu özellikler aşağıda maddeler halinde sıralanmaktadır:

- i. Enflasyon için orta vadeli sayısal hedefler kamuoyuna duyurulur.
- ii. Para politikasının temel hedefinin fiyat istikrarı olduğu ve diğer hedeflerin buna tabi olduğu taahhüt edilir.
- iii. Politika araçlarının oluşturulması için sadece parasal büyüklükler ya da döviz kuru değil, birçok değişkeni içeren bilgi seti kullanılır.
- iv. Merkez bankasının planları, hedefleri ve kararlarının gerekçelerini kamuoyuna ve piyasalara iletme aşamasında merkezi bir rol üstlenen şeffaf bir para politikası stratejisidir.
- v. Enflasyon hedeflerine ulaşmada merkez bankasını hesap verebilir hale getiren bir mekanizmadır (Mishkin ve Savastano, 2000: 32).

Enflasyon hedeflemesi rejimini karakterize eden bu temel özelliklerin yanı sıra merkez bankasının enflasyon hedeflemesi rejiminde tam bağımsız bir yapıya sahip olması önemlidir. Ayrıca bu sistemde enflasyon hedefi güçlü bir çapa görevi görmekte ve para veya döviz kuru gibi çapalar kullanılmamaktadır. Enflasyon tahminlerini olumsuz etkileyen iç ve dış şoklar karşısında merkez bankasının hedeften sapmasına izin verilebilmesi açısından, enflasyon hedeflemesi esnek bir yapıya sahiptir (Akyazı, 2004:23-25).

2.2. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Ön Koşulları

Parasal hedefleme veya döviz kuruna dayalı hedefleme stratejileri uygulayan ve bunların başarısız sonuçları ile karşılaşan TCMB, 2000 yılından itibaren para politikası çalışmalarına enflasyon hedeflemesi rejimi doğrultusunda yön vermiş ve nihai hedefinin enflasyon hedeflemesi rejimine geçmek olduğunu açıklamıştır (TCMB, 2006:16). Fakat enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı bir şekilde uygulanması belli makroekonomik, kurumsal ve operasyonel koşulların varlığını gerektirmektedir. Bunlar arasında; para politikasının temel hedefi olan fiyat istikrarının sağlanması konusunda kararlı olunması, tam bağımsız bir merkez bankasının varlığı, merkez bankasının hesap verebilir ve şeffaf olması, gelişmiş ve güçlü finansal piyasaların varlığı ile düşük mali baskınlık sayılabilmektedir (Khan, 2003:10-11).

2.2.1. Fiyat İstikrarı Temel Hedefi

Orta vadede nicel bir enflasyon hedefinin halka duyurulması ve uzun dönemde para politikasının birincil amacı olan fiyat istikrarı için kurumsal taahhütlerin gerçekleştirilmesi gereklidir. Merkez bankası para politikasının nihai hedefi olan fiyat istikrarının yanında başka bir nihai hedefte bulunmamalı ya da başka bir amacı fiili olarak takip etmemelidir. Para politikasının diğer yan amaçları, nihai hedef olan fiyat istikrarı ile uyumlu oldukları sürece takip edilebilir (Varlık, 2014:53). Çünkü para otoritelerinin birden fazla hedefi eş zamanlı olarak gerçekleştirmeye çalışması, para politikası uygulamalarında bir çelişki doğurmaktadır. Dolayısıyla böyle bir durumda para otoriteleri, para politikası uygulamalarında diğer hedefler ile enflasyon hedefi arasında bir tercih yapmak zorunda kalabilir. Bu durum enflasyon hedeflemesinden sapılmasına neden olacaktır. Hedeften sapmaların yaşanmaması için para otoritelerinin enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmeden başka hedeflere odaklanmaması gerekmektedir (Özkan, 2007:45).

2.2.2. Merkez Bankası Bağımsızlığı

Enflasyon hedeflemesi rejimi için önemli olan ön koşulların ikincisi bağımsız bir merkez bankasının varlığıdır. Bunun nedeni olarak, enflasyon ile mücadelede para politikasının güvenilirliğini artırmak ve aynı zamanda uygulanan politika üzerinde oluşabilecek siyasi baskıları engellemek gösterilmektedir (Varlık, 2014:62). Merkez bankasının tam bağımsız olması ile araç ve amaç bağımsızlığı kastedilmektedir. Merkez bankası uygulamada hedefleri takip etmek için kullanacağı parasal araçları belirleme konusunda yeterli takdir yetkisine sahiptir. Fakat amaç bağımsızlığı üzerinde fazla durulmamaktadır. Çünkü hükümet ve merkez bankası fiyat istikrarı temel amacında fikir birliği sağlamış durumdadır (Öztürk, 2009:196).

Bağımsız bir merkez bankası, gelişmekte olan piyasa ekonomileri için daha büyük bir önem teşkil etmektedir. Bu ülke hükümetleri uygulamada politika araçlarını kendi hedefleri doğrultusunda kullanmaktadırlar. Dolayısıyla, merkez bankalarına bağımsızlık verilmesi ile hükümetlerin para politikası uygulamalarına

müdahalede bulunmasının ve bunun sonucunda oluşabilecek enflasyonist baskıların önüne geçilmesi amaçlanmaktadır (Freedman ve Ötker-Robe, 2009:78).

Enflasyon hedeflemesinin benimsenmesi genellikle merkez bankası ile ilişkili yasalar veya idari düzenlemelerdeki değişiklikler ile bağlantılıdır (Bernanke ve Mishkin, 1997:102). Bu bağlamda Türkiye’de 25 Nisan 2001 tarihinde 1211 sayılı TCMB Kanunu’nda değişiklikler yapılmıştır. Değişiklikler ile TCMB’nin temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olarak belirlenmiş ve TCMB’ye uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı araçları seçme konusunda yetki verilerek araç bağımsızlığı sağlanmıştır (TCMB, 2013:10).

2.2.3. Hesap Verebilirlik ve Şeffaflık

Merkez bankasının enflasyon hedefiyle ilişkili olarak performans açısından hesap verebilirliği, politika uygulamasında merkez bankası bağımsızlığının doğal bir sonucudur ve bağımsızlığı güçlendirmeye yardımcı bir ön koşuldur. Demokratik bir ortamda, bağımsız bir merkez bankasının varlığı meşruluk ve güvenilirliğin sağlanması ile birlikte hesap verebilir olmayı da gerektirmektedir (Heenan vd., 2006:10). Ayrıca hesap verebilirlik merkez bankasına hedeflerini gerçekleştirmek için teşvik, karar ve eylemlerini şeffaf bir şekilde iletme imkanı sağlamaktadır.

Hesap verebilirlik, merkez bankasının uyguladığı politikaların sonuçlarına karşı sorumlu olduğu, enflasyon hedeflerine ulaşamadığı koşullarda bunun gerekçelerini ve ileride alınacak önlemleri kamuoyuna açıklamak ile yükümlü olduğu bir durumu içermektedir. Böyle bir merkez bankası, iktisadi birimler üzerinde bir güven duygusu oluşturacak, fiyat istikrarı temel hedefinin ihmal edilmeyeceği yönündeki beklentileri arttıracak ve doğal olarak merkez bankasının beklentiler üzerindeki yönlendirici konumu baskın hale gelecektir (Ermişoğlu, 2011:32).

Merkez bankasının hesap verebilirliğinin yanı sıra şeffaf olması da bir o kadar önemli bir özelliktir. Şeffaflık, tüm ekonomik birimlerin hedefin ne olduğu, bunun için ne tür politikaların yürütüldüğü, sonuçlar hakkında öngörülerin olası

sonuçları ve sonunda nasıl etkilerin olabileceği konusunda bilgilendirilmesidir. Şeffaflık ilkesi ile yürütülen para politikasının kamuoyu tarafından daha anlaşılır bir hale gelmesi, beklentilerin ilan edilen hedefler doğrultusunda yönlendirilmesine ve enflasyon hedeflemesi stratejisinin maliyetinin azaltılıp uzun ömürlü olmasına katkı sağlamaktadır (Akyazı, 2004: 43).

Hesap verebilirlik ve şeffaflık enflasyon hedeflemesi stratejisinde birbirini tamamlayan iki ön koşuldur. Merkez bankası kurumsal düzenlemelerinin ve yürütülen para politikalarının şeffaf olması hesap verebilirliği beraberinde getirmiştir.

2.2.4. Gelişmiş ve Güçlü Finansal Sistem

Finansal piyasaların güçlü, derin ve istikrarlı bir yapıda olması enflasyon hedeflemesi stratejisine geçmek isteyen ülkeler için gerekli olan koşullardan biridir. İstikrarlı bir finansal sistem para politikasının güvenilirliğini artırarak beklentilerin hedeflenen enflasyon oranına paralel şekilde oluşmasına katkıda bulunmaktadır (Tutar, 2005:17).

Güçlü ve istikrarlı finansal sistem ile kastedilen; sağlam bankacılık sektörü, gelişmiş para, sermaye ve döviz piyasalarının var olmasıdır. Böyle bir finansal sistem, merkez bankasının faiz kararları ile enflasyonu hedeflenen düzeyde ve istikrarlı bir şekilde etkilemesini mümkün kılmakta ve parasal aktarım mekanizmasının sorunsuz bir şekilde çalışmasını sağlamaktadır (Ceylan, 2013:17).

Derin ve gelişmiş finansal sistem, merkez bankalarının enflasyon hedefine odaklanmalarına yardımcı olmaktadır. Şöyle ki, sık ve güçsüz finansal sistemde kamu borçlanma politikası merkez bankası kaynaklarına yönelecek ve para politikası araçları enflasyon hedefinin dışında finansal sistemin güçlendirilmesi amacı için zorunlu olarak kullanılacaktır. Böyle bir durum hem enflasyon hedefinden uzaklaşılmasına hem de merkez bankaları üzerinde baskının meydana gelmesine neden olacaktır (Büyükkaynak ve Eraslan, 2004:28). Sonuç olarak derin ve likit durumdaki finansal piyasalar, oluşabilecek şoklar ile mücadeleyi

kolaylaştıracak ve merkez bankasının şokların etkilerini en aza indirmek ve mali istikrarı sağlamaya çalışmak gibi görevlerini kendi üzerinde alacaktır (Tutar, 2005:18).

2.2.5. Düşük Mali Baskınlık

Maliye politikalarının güçlü yapıda olması da enflasyon hedeflemesi rejimine geçişin ön koşulları arasındadır. Maliye politikalarının güçlü olması demek mali baskınlığın olmaması ya da düşük seviyede olması anlamına gelmektedir. Diğer bir ifade ile maliye politikalarının para politikalarını kısıtlamamasıdır (Akyazı, 2004:34).

Hükümetler bütçe açıklarını finansal piyasalardan borçlanarak karşılamaya çalışırlar. Kamu borç seviyesinin çok yüksek düzeyde olduğu ülkelerde, finansal piyasalardaki borç verilebilir kaynakların çoğunun kamuya aktarılması özel sektöre verilebilecek kredi miktarının azalmasına neden olmaktadır. Mali baskınlık olarak adlandırılan bu durum parasal aktarım kanallarını doğrudan (faiz ve kredi kanalı) ve dolaylı (beklentiler kanalı) olarak etkileyerek çalışmasına engel olmakta ve para politikasının talep ve enflasyon üzerinde etkili olmasını engellemektedir (TCMB, 2006:9).

Mali baskınlığın söz konusu olduğu bir ekonomide merkez bankasının enflasyon hedefine ulaşması söz konusu olmamaktadır. Mali baskınlığın yüksek olması, para politikasının kredibilitesini sarsarak kamuoyuna enflasyon hedefinin gerçekleştirilemeyeceğine dair sinyaller göndermekte ve beklentileri olumsuz etkilemektedir. Bu nedenle, enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi ve başarılı olunabilmesi için güçlü ve istikrarlı maliye politikalarının oluşturulup mali baskının minimize edilmesi gerekmektedir (Roger, 2009:24).

2.3. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin İşlemsel Yapısı

Enflasyon hedeflemesi rejimi ana hatları itibariyle uygulanan ülkelerde benzerlik göstermesinin yanında esnek yapısından dolayı ülkelerin ekonomik, siyasi ve sosyal yapılarına göre farklı şekillerde tasarlanıp uygulanabilmektedir (Ermişoğlu, 2011:32).

Enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmeden önce işlemsel (operasyonel) yapısının tamamlanması gerekmektedir. Rejimin çalışmasını sağlayan işlemsel yapının unsurları aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir:

- i. Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamasında para politikası amacı merkez bankası, hükümet veya ortaklaşa bir karar ile belirlenmelidir. Bu durum ülkeden ülkeye farklılık gösterebilmektedir (Khan, 2003:11).
- ii. Enflasyon hedeflemesi rejiminde temel politika aracı olarak genellikle kısa vadeli faiz oranları kullanılmaktadır. Gelecekteki enflasyona ilişkin öngörülerin enflasyon hedefinden önemli ölçüde sapması halinde, bu sapmanın nedenine bağlı olarak merkez bankası kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin aldığı kararlarla bu ikisi arasındaki uyumu sağlamaya çalışmaktadır (TCMB, 2006:4-5).
- iii. Enflasyon hedefinin, toplumun her kesimi tarafından kolaylıkla takip edilebilen, ekonomik birimlerin beklentilerinin yönlendirilmesinde etkili olan, günlük yaşam maliyetini iyi ölçen, sık aralıklarla düzenlenebilen ve anlaşılır olan Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) üzerinden tanımlanması pek çok ülke tarafından tercih edilmektedir (Kartal, 2011:87).
- iv. Enflasyon hedeflemesinin uygulama aşamasında belirlenmesi gereken diğer bir unsur hedeflemenin kamuoyuna duyurulması şeklindedir. Merkez bankaları bunu sıkı nokta hedef, nokta hedef veya bant hedef (bant aralığı) olarak belirleyebilmektedir. Merkez bankaları tarafından bir sayısal hedefin belirlenip herhangi bir esnekliğin mümkün olmadığı durum sıkı nokta hedef uygulamasıdır. Sıkı nokta hedefin kullanışlı olmaması onu biraz daha esnek hale getiren nokta hedef uygulamasını ön plana çıkarmıştır. Nokta hedef uygulamasında belirlenen hedefin tam olarak tutturulması gerekmektedir. Bant aralığı ise, hedef olarak belirli bir enflasyon aralığının belirlenmesi, enflasyon oranının bu aralığın içinde gerçekleşmesidir (Varlık, 2014:79).

Enflasyon hedeflemesinde, hedeflemenin yapılacağı zaman boyutunun kamuoyuna açık ve anlaşılır bir şekilde duyurulması gerekmektedir. Enflasyonun öngörülme-yen şoklara maruz kalması ve para politikasının gecikmeli olarak etkide bulunmasına bağlı olarak enflasyon hedeflemesi rejimini yürüten merkez bankaları hedeflerin sürekli olarak başarılı bir biçimde yürütememektedir (Agenor, 2001: 36).

Enflasyon hedeflerinin bir zaman boyutu içinde gerçekleştirileceğinin duyurulmasına “*hedef ufku*” denilmektedir ve enflasyon hedefinin açıklandığı tarih ile hedefin gerçekleşeceği tahmin edilen tarih arasındaki dönemi kapsamaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejiminde belirli bir zamandan söz etmek söz konusu olmamaktadır. Çünkü bu zaman diliminin belirlenmesinde bir takım unsurlar etkili olmaktadır ve politikayı uygulayacak olan ülkeler kendi ekonomik şartlarına ve zaman aralığının belirlenmesinde rol oynayan unsurların kendilerince taşıdığı öneme göre uygun bir zaman aralığını belirleyeceklerdir (Ceylan, 2013:31).

Enflasyon hedeflemesinde optimal hedef ufkunun belirlenmesi para politikası ve hedeflenen enflasyon oranına ulaşılması açısından önemli bir konudur. Enflasyon hedeflemesi rejimini benimseyen ülkelerin bir kısmı hedeflerini 1 yıl ile 3 yıl arasında değişen süreler için oluştururken, kimisi süresiz hedefler belirlemektedir. Sınırsız bir zaman için hedeflerini belirleyen ülkeler uzun zamandan beri fiyat istikrarı sağlamış olan ülkeler iken, hedeflerini bir veya birkaç yıllık bir zaman için belirleyen ülkelerin ise düşük enflasyon oranını enflasyon hedeflemesi rejimine geçmeden kısa bir süre önce yakaladıkları gözlenmektedir (Ermişoğlu, 2011:34).

Hedef ufkunun kısa olması enflasyon hedefini gerçekleştirme konusunda merkez bankasının kararlı olduğunu göstermekte, hedef için yapılan taahhüdün güçlü olduğunun algılanmasını sağlamakta ve para politikasının güvenilirliğini artırmaktadır. Buna karşılık kısa hedef ufku, enflasyon hedefine ulaşılmasını zor ve maliyetli kılabilir. Çünkü yaşanabilecek şoklar karşısında merkez bankaları aşırı faiz tepkileri vererek hedefe ulaşmaya çalışacaktır. Hedef ufkunun

uzun olması halinde ise, merkez bankasının finansal şoklara verdiği tepkiler daha kapsamlı ve daha esnek olabilmektedir. Fakat uzun hedef ufku ile hareket edilmesi enflasyon oranının enflasyon hedefine dönmesi için geçen süreyi uzatmakta ve gerçekleşen enflasyon oranının enflasyon hedefi etrafındaki oynaklığını yükseltmektedir. Böyle bir durum, hedefin enflasyon beklentilerini yönlendirme gücünü önemli ölçüde azaltacak ve enflasyon hedefinin beklentiler için bir çapa olma özelliğini yok ederek enflasyon hedeflemesini değersizleştirecektir (Varlık, 2014:88-89; Akyazı, 2004:84-85).

Enflasyon hedeflemesinin operasyonel yapısı içerisinde iletişim politikası da önem arz etmektedir. İyi tasarlanmış bir iletişim politikasının varlığı, enflasyon hedeflemesine olan güveni artırabilmekte ve beklentilerin hedefler doğrultusunda yönlendirilmesini sağlayabilmektedir.

Merkez bankaları iletişim aracı olarak genellikle Enflasyon Raporu'nu kullanmaktadır. Raporla enflasyondaki ve ekonomideki gelişmeler ele alınmakta ve orta vadede enflasyon tahminlerine yer verilmektedir. Enflasyon raporlarından başka, para politikası kararlarına ilişkin yapılan toplantı özetleri, teknik raporlar, yayımlanan kitapçıklar ve uygulanan politikaların kamuoyuna anlatılması şeklinde sunulan bilgiler de iletişim politikası içerisine girmektedir (TCMB, 2006:20-24).

2.4. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Avantajları ve Dezavantajları

Enflasyon hedeflemesi rejiminin diğer politika rejimleri ile karşılaştırıldığında bir para politikası stratejisi olarak birçok önemli avantaja sahip olduğu görülmektedir. Bu avantajlar aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir (Kadıoğlu vd., 2000: 10; Alparslan ve Erdönmez, 2000:8):

- i. Enflasyon hedeflemesi rejimi, para politikası ve enflasyon beklentileri için nominal bir çapa görevini üstlenmektedir. Böylece para politikasının operasyonel olarak uygulanmasına yardımcı olmaktadır.

- ii. Döviz kuru hedeflemesinin aksine enflasyon hedeflemesi ekonomiye etki eden şoklara tepki verilmesine ve para politikasının ulusal ekonominin kendi iç meselelerine odaklanmasına katkı sağlamaktadır.
- iii. Enflasyon hedeflemesi parasal hedefleme stratejisi gibi, parasal büyüklükler ile enflasyon arasında istikrarlı bir ilişkinin varlığı üzerine inşa edilmemektedir. Enflasyon hedeflemesinde, para otoritelerinin fiyat istikrarı amacına ulaşmaları için mevcut olan tüm bilgileri kullanmalarına imkan tanınmaktadır.
- iv. Para politikaları ekonomik faaliyete olan etkilerini uzun dönemde ve değişken gecikmelerle göstermektedir. Enflasyon hedeflemesi, politika araçlarının seçimi ve etkileri bakımından para politikası gecikmelerine izin vermektedir.
- v. Enflasyon hedeflemesi rejimi alternatif politikalara göre daha anlaşılır bir politikadır. Aynı zamanda enflasyon hedeflemesi rejimi ücret ve fiyat belirleyicileri için bir çapa görevi görmekte ve böyle bir çapanın varlığı politikanın güvenilirliğini artırmaktadır.
- vi. Enflasyon hedeflemesi kamuoyu ile düzenli iletişime ve şeffaflığa önemle vurgu yapmaktadır. Bu özellik, sanayileşmiş ülkelerde enflasyon hedeflemesinin başarılı bir şekilde uygulanmasında önemli bir paya sahiptir. Gelişmiş ülkelerdeki politika yapıcılar kamuoyu ile iletişim için halka açık konuşmalar ve enflasyon raporları gibi yollar denemektedirler. Politika şeffaflığı, uygulanan politikayı daha hesap verebilir hale getirmekte ve sayısal hedeflere ulaşmada sürekli başarının elde edilmesi merkez bankasına olan güveni ve kamu desteğini artırmaktadır.
- vii. Enflasyon hedeflemesi rejimi, para politikası araçlarının kullanımı ve kontrolünde merkez bankalarına bağımsızlık sağlamaktadır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin sayılan avantajlarının yanı sıra bir takım dezavantajları da bulunmaktadır. Bu dezavantajlar: enflasyon hedeflemesi rejiminin çok katı olduğu, aşırı derecede takdir yetkisine izin verildiği, çıktı istikrarsızlığını artırabilecek potansiyele sahip olduğu ve ekonomik büyümeyi

düşüreceği şeklinde sıralanmaktadır. Gerçekte, kısıtlı takdir yetkisi şeklinde karakterize edilip doğru bir şekilde tasarlanmış enflasyon hedeflemesi stratejisine yönelik ciddi itirazlar bulunmamaktadır. Özellikle gelişmekte olan piyasa ekonomileri için ciddi olan dezavantaj, enflasyonun kontrol edilmesinin zor olması ve para politikası araçlarının enflasyon üzerindeki etkilerinin uzun vadeli ve gecikme ile gerçekleşmesinin sonucu olarak merkez bankası sorumluluğunun, hesap verebilirliğinin az olacağı yönündedir. Enflasyon hedeflemesinin mali baskınlığı engelleyemeyeceği ve döviz kuru esnekliği nedeniyle mali istikrarsızlığa neden olabileceği şeklindeki eleştiriler de bu stratejinin diğer dezavantajları olarak gösterilebilmektedir (Mishkin, 2001:3). Önlenemeyen mali baskınlık, parasal otoritelerin siyasal baskılara maruz kalmasına ve genişlemeci maliye politikaları nedeniyle enflasyonun kontrol edilememesine neden olurken, dalgalı döviz kuru sistemini uygulayan gelişmekte olan ülkelerde döviz piyasalarında ortaya çıkabilecek spekülasyon bir hareket enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasını tehlikeye sokabilmektedir (Akyazı, 2004:32).

2.5. Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Rejimi

Yüksek ve kalıcı enflasyon, ekonomik ve sosyal bir takım olumsuz sonuçları ile birçok gelişmekte olan ülkede olduğu gibi Türkiye’de de yıllardır devam eden en önemli ekonomik sorunlardan biridir. Politik istikrarsızlık ve devamlı seçim ortamının yaşandığı Türkiye’de her alanda uygulanan kısa vadeli politikalar, uzun vadeli uygulamayı gerektiren enflasyon ile mücadelenin uygulanmasının önünde yıllarca engel oluşturmuştur. Dolayısıyla ülke yıllar boyunca enflasyonun olumsuz etkileri ile yaşamın her alanında karşılaşmak zorunda kalmıştır (Ermişoğlu, 2011:4).

Türkiye’de enflasyon, petrol fiyatlarından kaynaklanan dış şoklar ile 70’li yılların ortalarına doğru başlamış ve önlenemeyen bütçe açıkları ile yüksek düzeye çıkmıştır. Planlı dönemin başlangıcı olan 1960’lı yıllarda tek haneli rakamlarda olan enflasyon 70’li yıllardan 2004 yılına kadar tek haneye düşürülemediği. Enflasyonun düşürülmesi çeşitli zamanlarda istikrar

programları uygulanmasına rağmen başarılı bir sonuç elde edilememiştir (Ermifoğlu, 2011:4-5).

Enflasyon hedeflemesi 1990'lı yılların sonuna doğru tartışılmaya başlanmış ve 1999 İstikrar Programı'nın başarısız olup 2001 Krizi'nin yaşanmasıyla enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için hazırlıklara başlanılmıştır (Peker, 2011:1).

Enflasyon hedeflemesine geçişin ilk adımı, IMF ile yapılan 18. Stand-by anlaşması kapsamında uygulamaya konulan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP)'dir. GEGP'den önce, Aralık 1999 İstikrar Programı kapsamında uygulanmış olan Enflasyon ile Mücadele Programı (EMP) ile belirlenmiş olan para ve döviz kuru politikaları bağıllıkla uygulanmış olmasına rağmen ekonomi krizle karşı karşıya kalmıştır. EMP'nin başarısızlığı üzerine sayılabilecek nedenler aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir:

- i. Programın uygulanmasında Net İç Varlıklar'a (NİV) sınır konulması ve parasal genişlemenin Net Dış Varlıklar'a endekslenmesi. Dolayısıyla, parasal taban kısa vadeli sermaye giriş çıkışına fazla duyarlı hale gelmiş ve likidite sıkıntısı yaşanmıştır.
- ii. Yapısal reformların gerçekleştirilememesi ve özelleştirme programının tıkanması,
- iii. Programın belirlenen enflasyon hedefini tutturamaması ve 2000 yılı enflasyon oranının nominal döviz kuruna fark atması,
- iv. Bankacılık sektöründe yaşanan sorunların ciddi boyutlara ulaşması,
- v. Çok yüksek kamu borçlanma gereksinimi ve borç servisinin olması, devletin borçlarını çevirmek için yüksek faizden borçlanmalara devam etmesi programın başarısızlığının nedenleri arasında yer almış ve bu başarısızlık yeni bir program oluşturması kararına öncü olmuştur (Şahin, 2012:251-252).

2.5.1. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP)

GEGP, Aralık 1999 İstikrar Programı kapsamında uygulanan EMP'nin başarısız sonuçlar elde etmesi ve ardından yaşanan Şubat 2001 Krizi neticesinde yeni bir programa ihtiyaç duyulması ile oluşturulmuş ve IMF ile yapılan 18. Stand-by anlaşması sonucu yeniden yapılanma adına 15 Mayıs 2001 tarihinde uygulamaya konulmuştur.

GEGP, ekonominin yeniden yapılandırılmasını sağlayıp ortaya çıkan istikrarsızlıkları yok etmek amacıyla ortaya konulmuştur. Program, piyasalarda oluşan güvensizliğin giderilmesi amacıyla yönelik olarak, ekonomide yeniden yapılandırma ve belirlenen hedeflere ulaşılması hususunda kesin bir siyasi taahhüt içermektedir (Afşar, 2010:58). GEGP ile temel amaç, makroekonomik politikalar ile belirlenen hedeflere ve uzun dönemde mali ve yapısal istikrara ulaşmak olarak görülmüş, enflasyon öncelikli hedef olmaktan bir süreliğine çıkmıştır (Fırat, 2009:516).

GEGP, ekonominin tekrar istikrara kavuşması için önceliği özellikle 2001 yılı için yapısal sorunlara yönelik reformlara vermiştir. Bu anlamda sürdürülebilir borç yönetimi ve bankacılık sistemi Türkiye'nin yapısal düzenlemeler için öncelik verdiği sorunların başında gelmektedir (Boran, 2006:119). GEGP'nin temel felsefesi, Türkiye'nin gerekli yapısal reformları yapması durumunda küreselleşme sürecine daha sağlıklı bir biçimde uyum sağlayabileceği, dünya ekonomisinin sunduğu fırsatlardan daha etkin bir biçimde yararlanabileceği ve hızlı bir büyüme ile gelişebileceği şeklindedir (İbiş, 2013: 05).

Programda 2001 yılına yönelik enflasyonu düşürme ve istikrar sağlama hedefi belirlenmemiştir. Bu yılda makro büyüklüklerle ilgili hedef belirlenmemiştir. GEGP'ye göre ekonomideki istikrarsızlığın ve 2000 programının başarısızlığının nedeni yapısal sorunların uzun zaman çözülememesi ve giderek ağırlaşmasıdır. Dolayısıyla yapısal sorunlara çözüm getirilmeden sadece para-maliye politikaları ve kurlarda yapılan düzenlemeler ile krizin ve enflasyonun önüne geçilemeyeceği öngörülmüştür (Şahin, 2012:256).

Programdaki yapısal düzenlemeler sıralandığında ilk sırayı mali sektördeki düzenlemeler almaktadır. Mali sektör ise kötü durumda olan bankacılık sistemini içermektedir. Bunun için de bu alandaki düzenlemeler reel sektörün de mali piyasaların da istikrarı açısından önem teşkil etmektedir.

Mali sektör bazında yapılan yapılandırma reformlarının ilk ayağında TCMB Kanunu'nda yapılan değişiklik yer almaktadır. Bu değişiklik ile TCMB'ye politika uygulamada araç bağımsızlığı sağlanmasının öncesinde hükümet'e karşı özerkliğinin adımı atılmıştır. Uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı araçları seçmekte bağımsız olan merkez bankasının amacı da bu yasa değişikliği ile fiyat istikrarı olarak belirlenmiştir.

Hastalıklı bir görünüm içinde olan kamu bankalarının düzenlenmesi de mali sektör yapılandırması kapsamına dahil edilmiştir. Bütçe açıklarının azaltılması ve popülizmin önlenmesi amacıyla kamu bankalarının görev zararları sınırlandırılmış, bütçe dışı fonların tasfiyesine başlanmıştır. Hatta uzun dönemde kamu bankacılığının tasfiye edilmesi düşünülmüştür (Boran, 2006:120).

Yapısal düzenlemelerde ikinci ayak, devlette şeffaflığı artırmaya ve kamu finansmanını güçlendirmeye yönelik olan düzenlemelerden oluşmaktadır. Bu çerçevede bütçe metninin açık ve şeffaf biçimde düzenlenmesi, Kamu İktisadi Teşebbüslerinin ve kamu bankalarının görev zararlarının ortadan kaldırılması ve görev zararı meydana getirecek uygulamalardan vazgeçilmesi, devletin borçlanma sisteminin ve idaresinin yeniden düzenlenmesi ve bütçe içindeki ve dışındaki fonların tasfiye edilmesi bulunmaktadır (Fırat, 2006:232).

Ekonomide rekabeti ve etkinliği artırmaya yönelik düzenlemeler ise Şeker Kanunu, Tütün Kanunu ve Doğalgaz Kanunu olarak sayılabilmektedir. Bu kanunlar kapsamında devlet, bu ürünlerin fiyatlarını serbest piyasa koşullarına bırakmayı amaçlamıştır. Reel ekonomiye dair yapılandırma çalışmaları ise daha çok ihracatın artırılması ile ilgili önlemler ve yabancı sermayenin özendirilmesi şeklindedir (Şahin, 2012:260-261).

2.5.2. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Dönemi ve Makro Ekonomik Değişkenlerin Performansı (2002-2005)

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı bir programa dönüşebilmesi için geçiş aşaması önemli bir süreçtir. Merkez bankasının bağımsızlığı ve amacının fiyat istikrarı olması gerektiğini içeren ön koşul 25 Nisan 2001 tarihinde TCMB Kanunu'nda yapılan değişiklik ile sağlanmıştır. Yine bu değişiklik içinde araç bağımsızlığı hususu sağlanıp merkez bankasına bu hak verilmiştir. Aynı şekilde 2001 yılından itibaren şeffaflık ve hesap verebilirlik ön plana çıkarılmış ve bunun için para politikası uygulamaları ile ekonomik gelişmeleri içeren para politikası raporu yayınlanmaya başlamıştır. Sağlanan bu olumlu gelişmelere karşın mali baskınlığın yoğun olarak yaşanması ve enflasyon oranının uygulanabilecek strateji için uygun görülen oranın üstünde olması gibi olumsuz durumlar enflasyon hedeflemesi politikasının şartlarının tam olarak oluşmadığını göstermektedir (Altınışık vd., 2006:95-97).

TCMB, enflasyon hedeflemesinin bir anda devreye girebilecek bir mekanizma olmadığına farkında olmuştur. Erken başlangıç koşullarıyla bu stratejinin benimsenmesinin hem TCMB hem de enflasyon hedeflemesi rejiminin kendisi için bir güvenilirlik kaybına yol açabileceği ihtimali üzerine, şartlar sağlanıncaya kadar “örtük enflasyon hedeflemesi” olarak adlandırılan bir ara rejimin uygulanması makul bir çözüm olarak görülmüştür (Kara, 2006: 3).

Türkiye ekonomisinin enflasyon geçmişinden kalan çeşitli sorunlar açık enflasyon hedeflemesine hızlı geçişe engel olmuştur. İlk sorun, düşük enflasyondan sonra enflasyon hedeflemesi için olmazsa olmaz ön koşul olan güçlü bir finansal yapının tamamlanmış olmasıdır. İkinci neden olarak, hala geçmiş dönem enflasyonuna dayalı fiyatlama davranışlarının varlığı gösterilmektedir. Bu davranış biçimi, hedeflenen enflasyonun bekleyişleri etkileyip yönlendirmesini zorlaştırmaktadır. Üçüncü sorun ise, döviz kurlarının risk unsuru taşımaya devam etmesi ve kurdaki olası yukarı yönlü hareketlerin enflasyon hedefine zarar verebilecek olmasıdır (Doğru, 2012:240).

Örtük enflasyon hedeflemesi, en yalın haliyle enflasyon hedeflemesi rejimine yaklaşıma olarak açıklanabilmektedir. Bu ara rejimde de bir enflasyon hedefi belirlenmekte ve para politikası gelecek dönem enflasyonuna odaklanmaktadır. Politika aracı olarak enflasyon ile mücadelede etkin bir şekilde kısa vadeli faiz oranları kullanılmıştır. Bunun yanında para tabanı, güvenilirliğin sağlanması amacıyla ek bir çapa olarak belirlenmiştir (TCMB, 2006:17).

Örtük enflasyon hedeflemesi ara rejimi ile enflasyon hedeflemesi rejiminin zemini hazırlanmaya çalışılmıştır. Aynı zamanda TCMB'nin açık bir şekilde uygulanacak enflasyon hedeflemesi için deneyim kazanması, toplumun da bu rejimi önceden öğrenip güvenmesi için ortam oluşturulmak istenmiştir.

Şubat 2001 Krizi neticesinde uygulamaya konulmuş olan GEGP, 2001 yılındaki yapısal reformlardan sonra 2002-2004 dönemi için yeniden düzenlenmiş, para ve kur politikaları için yeni bir çerçeve çizilmiştir. GEGP, 2002-2004 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi olarak ifade edilmiş ve gelecek dönem enflasyonuna odaklanan politika benimsenmiştir. Buna göre, merkez bankası dalgalı kur rejimi altında bir yandan kısa vadeli faiz oranlarını enflasyon ile mücadelede temel politika aracı olarak kullanmakta diğer yandan da yürütülen program çerçevesinde, parasal performans kriterleri ile gösterge niteliğindeki hedefleri gözetmektedir (TCMB, 2003:75).

Merkez bankasının, gelecek dönem enflasyon oranlarını dikkate alarak kısa vadeli faiz oranlarında değişikliğe gidebileceğini belirtmesine ek olarak, ileriye yönelik belirsizlikleri azaltmak ve bekleyişleri şekillendirmek amacıyla merkez bankasının bilanço kalemi olan para tabanının artışı hedef değişken olarak belirlenmiş ve programın nominal çapasını oluşturmuştur. Para tabanının 2002 yılı sonunda, yıl sonu enflasyon hedefi ve büyüme hızı öngörüsü ile tutarlı bir şekilde artacağı belirtilmiştir. Etkinliğini artırmak için daha sonra para tabanı hedefi gösterge niteliğinden performans kriterine dönüştürülmüştür. Net Uluslararası Rezervler (NUR) kaleminin para tabanı ile performans kriteri olarak kullanılmasının yanında NİV kalemi gösterge niteliğinde bir büyüklük olarak programda izlenmiştir (TCMB, 2002: 75).

TCMB, dalgalı kur rejimi çerçevesinde 2002-2004 dönemlerinde gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir politika izlemiştir. Bu hedefe ulaşmak için kısa vadeli faiz oranlarını temel politika aracı olarak kullanmıştır. Bunun yanında, TCMB temel hedefi olan fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olarak mali piyasalardaki istikrarın devam etmesi yönünde de gerekli önlemleri almıştır. Bu çerçevede, IMF ile yapılan stand-by anlaşması kapsamında uygulanmakta olan ekonomik programla uyumlu olarak daraltıcı nitelikteki parasal performans ile parasal gösterge hedeflerine ulaşmak için gerekli politikalar TCMB tarafından yürütülmüştür (Bozkurt, 2006: 158).

2002-2004 dönemi için revize edilen GEGP'de, enflasyona yol açmaması için TCMB bilanço kalemlerine sınırlar getiren parasal hedefleme uygulaması takip edilmiş ve böylece para tabanının kontrol altında tutulması amaçlanmıştır. Enflasyon hedefi ile tutarlı olacak şekilde para tabanı için dönemler itibariyle hedefler konulmuş fakat para politikası kararlarında gelecek dönem enflasyonuna ilişkin gelişmelerin belirleyici olması öngörülmüştür. Ortaya çıkan bu ikili uygulama ile enflasyondaki düşüş sürecinde ve para ikamesi nedeniyle, para talebinin tahmin edilmesindeki güçlükler ve özellikle parasal büyüklükler ile enflasyon arasındaki ilişkide görülen zayıflamanın yaratabileceği problemlerin giderilmesi amaçlanmıştır (Arıcan, 2005:67).

Para politikası ile uyumlu olarak TCMB bilanço kalemleri olan NİV için ve para tabanı için tavan, NUR için taban değerler belirlenmiştir. Tablo 2.1'de görüldüğü gibi belirlenen parasal performans kriterleri ve gösterge niteliğindeki hedef değerler 2002-2005 yılları için korunmuş ve bu yıllar için olan hedef değerlere ulaşılmıştır.

Tablo 2.1: Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeler

Yıllar	Para Tabanı Üst Limit (Trilyon TL)		NİV Üst Limit (Trilyon TL)		NUR Seviyesi (Milyon Dolar)		
	Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme	
2002	Şubat	8.250	7.823	26.100	24.318	-6.500	-4.907
	Nisan	8.900	8.680	27.700	25.197	-7.200	-4.926
	Haziran	9.089	9.009	28.739	26.374	-7.800	-5.755
	Eylül	10.600	10.104	31.139	28.551	-8.500	-5.889
	Aralık	10.850	10.720	33.139	28.603	-9.700	-4.614
2003	Nisan	12.800	11.883	32.800	30.951	-6.500	-5.996
	Haziran	13.200	13.039	34.100	29.395	-7.000	-3.865
	Eylül	14.100	13.877	33.800	22.968	-6.000	1.504
	Aralık	14.900	14.657	28.400	25.997	-2.000	-536
2004	Mart	16.100	16.948	29.600	27.321	-2.000	748
	Nisan	17.500	17.508	31.600	26.076	-2.000	1.791
	Ağustos	20.500	19.301	34.600	28.015	-2.000	1.629
	Aralık	20.900	19.190	35.000	30.121	-2.000	229
2005	Mayıs	23.600	22.976	37.700	31.315	2.000	5.835
	Haziran	23.600	22.598	37.700	23.987	2.000	10.455
	Eylül	24.700	26.835	37.800	23.700	2.800	13.169
	Aralık	29.200	28.756	25.500	12.587	14.000	22.393

Kaynak: TCMB 2002, 2003, 2004, 2005 Yıllık Raporları'ndan temin edilerek düzenlenmiştir.

Örtük enflasyon hedeflemesi döneminin performans kriterleri ve gösterge hedeflerindeki olumlu sonuçların yanı sıra döviz kuru, enflasyon ve faiz oranları ile kredi hacmi gibi ekonomik göstergelerde de başarılı sonuçlar elde edilmiştir. Bu makroekonomik göstergeler çalışmanın daha anlaşılır olması açısından kısaca alt başlıklar halinde değerlendirilecektir.

2.5.2.1. Döviz Kuru

Ulusal ekonomiyi şekillendiren fiyatlar arasında, ücretler ve faizin yanında döviz kurları da yer almaktadır. İlk iki fiyat faktör piyasalarıyla ilgiliyken, döviz kuru mal piyasaları ile ilgilidir. Kurların bir fiyat olması nedeniyle, ekonomide oluşturulmak istenen istikrar açısından döviz kurunda da böyle bir istikrarın sağlanması zorunluluk sayılmaktadır. Döviz kuru istikrarı ile amaçlanan, döviz kurlarında aşırı hareketlenmelerin ve dalgalanmaların olmamasıdır (Duygulu, 1998: 108).

2001 Krizi sonrası uygulamaya başlanan dalgalı kur rejiminin gereği ve döviz kurlarının iktisadi temellerle uyumu açısından, TCMB kurların piyasa koşullarına göre oluşmasına önem vermiştir. Ancak Merkez Bankası, kurlardaki aşırı dalgalanmaların önlenmesi amacıyla kur seviyesine yönelik olmayan sınırlı

müdahalelerde bulunabileceğini ve döviz rezervlerini artırmak için şeffaf döviz alım ihaleleri yapabileceğini 2002-2005 dönemleri için uygulanan program başından itibaren birtakım yollarla kamuoyuna iletmiştir (TCMB, 2002:75). Bu politika program başından 2005 yılına kadar devam ettirilmiştir.

Merkez Bankasının döviz alım ihaleleri yapmasındaki amaç dövizde meydana gelen likidite fazlasını çekmek, kurlarda ekstra bir oynaklığın oluşmasına engel olmak suretiyle döviz rezervlerini güçlendirmektir. Döviz alım ihaleleri aynı zamanda TL’de meydana gelecek yükselişi durdurmayı/düşürmeyi amaçlamaktadır.

Merkez Bankası, 2002 yılı ilk çeyreğinde döviz piyasalarında istikrarın sağlanmış olmasının, o dönemde ters para ikamesine ilişkin gözlenen güçlü sinyalleri ve güçlü döviz rezervi pozisyonunun Merkez Bankası politikalarına ve ekonomik programa güveni artıracaklarını göz önünde bulundurarak, Tablo 2.2’de gösterildiği gibi Nisan ayı başından itibaren döviz alım ihalesi uygulamasına başlamıştır (TCMB, 2002:102).

Tablo 2.2: 2002-2005 Dönemlerinde Döviz Alım Miktarları

Yıllar	İhale Sayısı	Toplam Alınan Miktar (MİO USD)	Müdahale Edilen Aylar
2002	33	801 Milyon ABD Doları	Nisan Mayıs Haziran
2003	117	9.9 Milyar ABD Doları	Mayıs Haziran Temmuz Ağustos Eylül Ekim
2004	70	5.4 Milyar ABD Doları	Ocak Şubat Mart Nisan Aralık
2005	242	7.4 Milyar ABD Doları	Tüm aylarda alım yapılmıştır.

Kaynak: TCMB, Piyasa Verileri sisteminden düzenlenerek hazırlanmıştır.

Şubat 2001 Krizinin ardından kurlarda yüksek hareketlilik gözlenmiştir. GEGP çerçevesinde uygulanan sıkı para politikası ve maliye politikası yanında talep yetersizliğinin güçlü cari işlemler dengesini beraberinde getirmesi gibi

koşullar 2002 yılında Türk Lirasının güçlenme eğilimini artırmıştır. Döviz kurunda istikrar sağlanmıştır fakat zaman zaman makroekonomik temellerle bağdaşmayan şekillerde kurda yükselme ve dalgalanmalar yaşanmıştır. Böyle dönemlerde ise Merkez Bankası piyasalara, kur seviyesini değiştirmek gibi bir hedef gözetmeksizin sınırlı müdahalelerde bulunmuştur (TCMB, 2002:103). Amaç kurda meydana gelen dalgalanmaların azaltılması ve istikrarın sağlanmasıdır.

2003 yılında Irak'ta çıkması muhtemel savaş dolayısıyla kurlar ocak ayında dar bir alanda hareket etmiştir. ABD'nin, Türkiye'nin de içinde yer aldığı bir grup ülkeye operasyondan dolayı oluşacak zararı telafi etmek için mali yardımda bulunacağını açıklaması TL'nin değer kaybetmesinin önüne geçmiş ve şubat ayında kurda fazla bir dalgalanma yaşanmamıştır. Savaşın başlamasıyla kur hareketlenmiş ve mart ayında en yüksek seviyesine çıkmıştır. ABD'nin savaş bütçesinden Türkiye için yeni bir yardım paketi ayırmayı öngördüğünü açıklaması ile kurlar tekrar aşağı yönlü bir seyir izlemiş ve Mart sonunda elde edilen olumlu havanın takip eden aylarda da etkisini göstermesi sonucu Merkez Bankası 2003 yılı içinde döviz alım ihaleleri gerçekleştirmiştir (TCMB, 2003:97-99).

2004 yılında da kur dalgalı bir seyir içinde olmuştur. ABD Doları en yüksek dalgalanmasını Nisan ayında yaşarken, Euro için en yüksek dalgalanma Mayıs ayında gözlenmiştir (TCMB, 2004:100).

2.5.2.2. Enflasyon ve Faiz Oranları

GEGP, anti enflasyonist ve istikrar programı olma özelliğine sahiptir. Başarısının değerlendirilmesi ise uygulandığı döneme ilişkin enflasyon gerçekleştirmeleri ile yapılmaktadır. GEGP kapsamında yapılan reformlara siyasi kararlılıkla devam edilmesi, fiyat istikrarı amacı için enflasyon hedeflemesi stratejisinin kararlılıkla sürdürülmesi ve mali disiplinin korunması gibi etmenler sayesinde enflasyon oranlarında başlayan yavaşlama eğilimi, örtük enflasyon stratejisi olarak adlandırılan, 2002-2004 döneminde devam etmiş ve Tablo 2.3'de gösterildiği üzere hedeflerle tutarlı sonuçlar elde edilmiştir (Taşar, 2010:89).

Tablo 2.3: 2002- 2004 Örtük Enflasyon Hedeflemesi Oranları (%)

Yıllar	Hedeflenen		Gerçekleşen	
	TÜFE	TEFE	TÜFE	TEFE
2002	35	31	29,7	30,8
2003	20	16,5	18,4	13,9
2004	12	12	9,32	13,8

Kaynak: TCMB *Enflasyon Hedefleri* sisteminden yararlanılarak düzenlenmiştir.

TCMB, temel politika aracı olan faiz oranlarına ilişkin kararlarını, fiyat istikrarı ana amacını göz önünde bulundurarak, gelecek dönem enflasyon oranlarındaki muhtemel gelişmeleri dikkate alarak belirlemektedir. Faiz kararları alınırken değerlendirilen göstergeler arasında; Toplam arz-talep dengesi, maliye politikası göstergeleri, kamu ve özel sektör fiyatlamaları, ücret istihdam-birim maliyet-verimlilik gelişmeleri, enflasyon beklentileri ve döviz kurları bulunmaktadır. Dolayısıyla, iç talep baskısının gözlenmemesi, enflasyon beklentilerindeki düşüş, ekonomik programın kararlılıkla uygulanması, yapısal reformların siyasi kararlılıkla sürmesi, piyasa belirsizliklerinin azalması ve geleceğe yönelik güvenin artması gibi sebepler neticesinde TCMB gecelik faiz oranlarını kademeli olarak düşürmüştür (TCMB, 2004:76).

Olumlu havanın yarattığı etki ile TCMB, 2002 yılı genelinde altı kez faiz indiriminde bulunmuştur. Ocak-Nisan döneminde gecelik borçlanma faiz oranı %59'dan %48'e, borç verme faiz oranı %62'den %55'e; Ağustos ayı başında gecelik borçlanma faiz oranı %48'den %46'ya, borç verme faiz oranı %55'ten %53'e ve 11 Kasım 2002 tarihinde de borçlanma ve borç verme faiz oranı sırasıyla %44 ve %51 seviyelerine düşürülmüştür (TCMB, 2002:76).

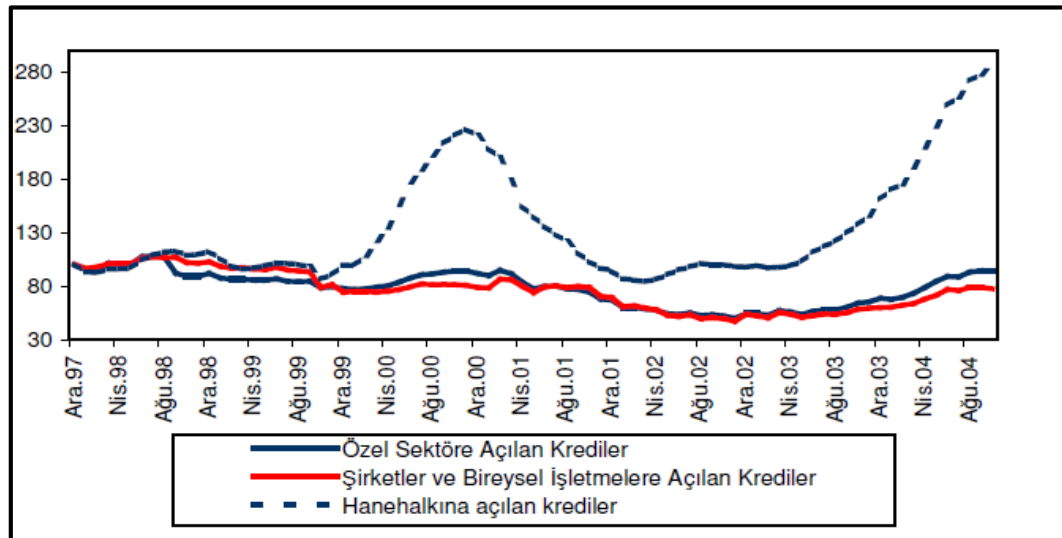
TCMB, 2002 yılında yaptığı faiz indirimlerine 2003 ve 2004 yılında da devam etmiştir. 2003 Nisan ayı başında %44 seviyesinde bulunan gecelik borçlanma faiz oranı Ekim ayında %26 seviyesine; 2004 yılında da dört kez düşürülerek (24-22-20) en son Aralık 2004 tarihinde %18 düzeyine indirilmiştir (TCMB, 2003-2004:76).

2.5.2.3. Kredi Hacmi

Şubat 2001’de yaşanan kriz ile birlikte faiz oranlarındaki hızlı yükseliş, üretim ve iç talepteki daralma nedeniyle firma ve hane halkının reel gelirlerinde gerileme yaşanmıştır. Buna bağlı olarak kredi talepleri ve kredi hacmi gerilemiştir. Kredi hacmindeki daralma 2002 yılında da devam etmiştir (TCMB, 2001:92). 2003 yılının Nisan ayından itibaren ise makroekonomik belirsizliklerin azalması, kredi faiz oranlarının düşmesi ve ekonominin büyüme eğilimine girmesinin sonucu olarak krediler hem arz hem talep yönlü olarak artış eğilimine girmiştir. Bu durum 2004 yılı boyunca devam etmiştir. Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde en çok artışın tüketici kredileri, kredi kartları ve Küçük ve Orta Boy İşletmelere (KOBİ) açılan krediler gibi, geri dönmeme olasılığı daha sınırlı olan kredi kalemlerinde meydana geldiği gözlemlenmiştir (TCMB, 2003-2004: 87).

Enflasyondaki düşüş sürecinin devam etmesi ve maliye politikasında sağlanan başarılar sayesinde makroekonomik istikrarın artması, kredi faiz oranlarını düşürmüştü ve kredi vade yapısının uzamasına yol açmıştır. Bu gelişmelerin olumlu etkisiyle kredi hacmi artış eğilimini Grafik 2.1’de görüldüğü gibi 2005 yılında da devam ettirmiştir (TCMB, 2005:90). 2001 krizinin yaşanması ile hane halkına açılan kredi miktarlarında azalma olmasına rağmen, 2004 ve sonrası dönem için bu kredi türünde artışların yaşandığı görülebilmektedir.

Grafik 2.1: Kredi Hacmi ve Sektörlere Göre Dağılımı



Kaynak: TCMB, “2004 Yıllık Raporu”, Nisan, 2005,s.88.

2001 Krizinden sonra sağlıksız bir yapı sergileyen bankacılık sektöründe GEGP çerçevesinde, iyileşme sağlanmasına yönelik olarak yapısal reformlar uygulanmaya başlanmıştır. Bu kapsamda görev zararları nedeniyle bazı bankalar Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devredilmiştir. Bankalar Kanunu'na geçici maddeler eklenerek bankacılık sektöründeki sorunlu aktiflerin çözüme kavuşturulması ve özel bankaların sermaye yapılarının güçlendirilmesi amaçlanmıştır. *Banka Sermayelerinin Güçlendirilmesi Programı* çerçevesinde bankaların sermaye ihtiyaçları azaltılmıştır. Bankaların sorunlu aktiflerinin çözüme kavuşturulması için 2002 yılında *Mali Sektöre Olan Borçların Yeniden Yapılandırılmasına İlişkin Kanun* yürürlüğe konulmuştur (TCMB, 2002:107-108). Böylelikle finans sektörü daha güçlü bir hale getirilmeye çalışılmıştır.

2002-2005 döneminde gelişmekte olan ülkelere giren yabancı sermaye hareketlerinin olumlu seyri makroekonomik istikrarın sağlanması ve düşük enflasyon ortamına geçiş mali baskınlığın azalmasını sağlamıştır. Bunlara ilaveten bankaların yeniden yapılandırma ile mali yapılarının güçlenmesi, bankacılık gözetim ve denetiminin iyileştirilmesi ve bankaların borç verilebilir fonlarındaki artış hem kredi hacmini genişletmiş hem de finansal sistemin aracılık faaliyeti fonksiyonunu daha sağlıklı ve başarılı bir şekilde yerine getirmesine olanak sağlamıştır (TCMB, 2005:3).

2005 yılı, açık enflasyon hedeflemesi stratejisinden önce bir geçiş yılı olarak ifade edilmektedir. Bu yıl içinde de GEGP'deki politikalar ile uyumlu sonuçlar elde edilmiştir. 2002-2004 döneminde başlayan enflasyondaki düşüş eğilimi 2005 yılında da devam etmiş ve Aralık ayında TÜFE %8'lik enflasyon hedefinin altında bir değer olan %7,72'ye gerilemiştir. Böylece enflasyon oranı üst üste dördüncü kez yılsonu hedefinin altında gerçekleşmiştir. Dalgalı kur rejimi ile birlikte, kur hareketlerinin kısa bir sürede fiyatlara yansımaları beraberinde getiren endeksleme sistemi zayıflamış, Nisan-Mayıs döneminde kurda yaşanan yükselişlere rağmen enflasyon bundan sınırlı bir şekilde etkilenmiştir. Yılın kalan dönemlerinde döviz kurlarında gözlenen istikrarlı seyir sayesinde ekonomide olumsuz bir durum yaşanmamıştır (TCMB, 2005:59). Ekonomide sağlanan istikrarlı yapı güven ortamının oluşmasını sağlamış ve TCMB gecelik faiz

oranlarında kademeli bir şekilde indirime gitmiştir. 2005 yılı başında %18 olan gecelik borçlanma faiz oranı Aralık 2005 tarihinde %13,5 seviyesine inmiştir.

2.5.3. Açık Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Dönemi ve Makroekonomik Değişkenlerin Performansı (2006-2009)

TCMB, 2002 yılı para politikasının genel kapsamı için yaptığı duyuruda para politikasının nihai amacının enflasyon hedeflemesine geçmek olduğunu belirtmiştir. Ancak, rejimin güvenilirliğinin zedelenmemesi için, gerekli koşulların tamamlanması ve enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için para politikasının etkinliğini kısıtlayan unsurların zayıflamasının bekleneceği ayrıca vurgulanmıştır. Bir önceki başlıkta incelenen örtük enflasyon süreci olarak adlandırılan 2002-2004 döneminde, dalgalı kur rejimine uyum artmış ve enflasyon hedeflemesine geçiş için uygun ortamın hazırlanmasında önemli bir yol kat edilmiştir (Bozkurt, 2006:164).

Örtük enflasyon hedeflemesinin uygulandığı dönemde Tablo 2.4'de görüldüğü gibi üst üste dört yıl boyunca belirlenen enflasyon hedeflerine ulaşılmış hedeflere ulaşılması piyasada güvenilirliği artırmış, enflasyon beklentileri hedeflere yaklaşmış, bankacılık sektöründe yapılan reformlar ile finansal kesimin kırılabilirliği azalırken finansal piyasaların derinliği artmış ve giderek güçlenmiştir. Mali disiplinin sürdürülmesinin sonucu olarak kamu borç stokunda görülen iyileşme borcun sürdürülebilirliğine ilişkin endişeleri azaltmış ve finansal piyasalarda mali baskınlık büyük ölçüde düşmüştür (TCMB, 2006:19). Gerçekleşen bu olumlu tablo, enflasyon hedeflemesi rejimi için ön koşulların büyük ölçüde sağlandığını göstermektedir. Bu gelişmeler neticesinde TCMB, 2006 yılı başında enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamasına geçmiştir.

2006 yılından itibaren üç aylık bütçe uygulamasına geçilmiş ve aynı zamanda üç yıllık enflasyon hedefleri açıklanarak makroekonomik değişkenler ile uyum yakalanmak istenmiştir. Hedeflenen enflasyon oranları 2006, 2007 ve 2008 için sırasıyla %5, %4 ve %4 olarak belirlenmiştir. Hedefler nokta hedef olarak belirlenmiş ve iki puanlık sapmaya izin verilecek şekilde bir belirsizlik aralığı oluşturulmuştur (Kartal, 2011: 87).

Türkiye ekonomisi, enflasyon hedeflemesine geçtiği 2006 yılının ilk aylarından itibaren uluslararası konjonktürden kaynaklanan birçok şok ile karşılaşmıştır. Bu şoklar nedeniyle enflasyon ve enflasyon beklentileri artış göstermiş ve Tablo 2.4’de görüldüğü gibi üç yıl için belirlenen hedefler aşılmıştır. Küresel bağlamda likidite koşullarının gelişmiş ülkeler lehine değişmesi ve risk algılamalarındaki değişme ile birlikte gelişmekte olan ülkelerden ve bunlar arasında yer alan Türkiye’den sermaye çıkışlarının yaşanması hedeflerin aşılmasındaki nedenlerden biridir. Diğer yandan yaşanan kuraklık neticesinde gıda fiyatlarında meydana gelen artışlar da enflasyonun yükselmesinde etkili olmuştur. Dolayısıyla 2006 Nisan ayından itibaren oluşturulan enflasyon patikasından uzaklaşmış ve %5 hedefinin oldukça yukarısında olan %9,7 seviyesinde bir enflasyon ile karşılaşmıştır (TCMB, 2013:19).

Tablo 2.4: Enflasyon Hedeflemesi, Belirsizlik Aralığı ve Enflasyon Gerçekleşmeleri (2006-2008 Enflasyon Hedeflemesi Dönemi)

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

Kaynak: TCMB ve Nazan Yiğit, “Türkiye’de ve Yükselen Ekonomilerde Para Politikası Uygulamaları ve Enflasyon Hedeflemesi”, 2009, s.63.

Örtük enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmaya başlandığı dönemden bu yana TCMB yaşanan şoklara ve tutturulamayan hedeflere karşı hızlı ve güçlü bir parasal sıkılaştırma ile yanıt vermiş ve ciddi boyutta faiz artırımına gidilmiş ve 2008 Küresel Ekonomik Krizi’nin etkilerinin derinleşmesinin büyük ölçüde önüne geçilmiştir. Dalgalanmaları azaltmak için alınan önlemler sonrasında döviz

kurlarındaki oynaklık azalmış, enflasyon beklentilerindeki bozulma da durmuştur. Haziran ayında faiz artışı şeklinde uygulanan parasal sıkılaştırma 2007 yılının ikinci yarısından itibaren ekonomik faaliyetler üzerinde etkili olmaya başlamış ve ekonomi yavaşlamıştır (Kara ve Orak, 2008:55).

Açık enflasyon hedeflemesi rejimi döneminde enflasyondaki düşüşü engelleyen en önemli unsur enerji ve gıda fiyatlarında yaşanan büyük artışlar olmuştur. 2007 yılı sonunda %8,4 seviyesinde gerçekleşen enflasyon oranı, 2008 yılında yine aynı olumsuzlukların etkisi ve enflasyon beklentilerindeki yükseliş ile birlikte %10,06 seviyesinde gerçekleşerek yılı tamamlamıştır. 2006 ve 2007 yıl sonu enflasyon hedeflerinin aşılması ve 2008 yılında da hedeflerde bir aşılmanın olacağını yılın ilk yarısında öngörülmesiyle birlikte, enflasyon hedeflerinin beklentileri şekillendirmedeki gücü iyice azalmıştır (TCMB, 2013:19).

2008 yılının ilk çeyreğinde enflasyonun yükselmesinde gıda ve enerji fiyatlarındaki artışların devam etmesi ile döviz kuru hareketlerinin gecikmeli etkileri belirleyici olmuştur. Yılın ikinci çeyreğinde gıda ve enerji fiyatlarındaki yükseliş enflasyonun yükselmesini devam ettirmiştir. Haziran ayında %10,61 ile belirsizlik aralığının dışında gerçekleşen enflasyonun %6,80 puanlık kısmı gıda ve enerji fiyatlarındaki artıştan kaynaklanmıştır. Enflasyon üzerindeki yukarı yönlü baskı üçüncü çeyrekte de devam etmiş, Eylül ayından itibaren petrol ve gıda fiyatlarında düşüş yaşanmasına rağmen gecikmeli etkiler enflasyonu yüksek seviyelerde tutmuştur. Son çeyrekte, küresel krizin derinleşmesi ile dünya ekonomisinde gözlenen yavaşlama ile gıda, enerji ve diğer emtia fiyatlarındaki düşüşler yaşanmıştır. Enflasyon yılı diğer aylara oranla düşük denilebilecek bir seviye olan %10,06 düzeyinde tamamlasa da 6 olan belirsizlik aralığı üst sınırı aşmıştır. Emtia fiyatlarında meydana gelen geçmiş dönem artışların birikimli etkileri buna sebep olmuş ve enflasyonu yüksek seviyelerde tutmaya devam etmiştir (TCMB, 2008).

Hedeflerin üzerinde gerçekleşen enflasyon oranları beklentilerin daha iyi yönetilmesi gerekliliğini ön plana çıkarmıştır. 2008 yılında TL'nin yurtdışı belirsizlikler nedeniyle değer kaybetmesi enflasyon beklentilerini kontrol etmeyi

daha zor hale getirmiştir. TCMB, beklentileri kontrol altına almak ve rejimin güvenilirliğini kazanmak için Haziran 2008’de hükümet ile birlikte orta vadede yeni hedeflerin belirlenmesine karar vermiştir. Buna göre enflasyon hedefleri 2009, 2010 ve 2011 için sırasıyla %7,5, %6,5 ve %5,5 olarak belirlenmiştir (Kara ve Orak, 2008:56-57).

Merkez Bankası hedef değişikliğini parasal sıkılaştırma ile birlikte uygulayarak enflasyon beklentilerini tekrar kontrol altına almıştır. 2008 yılının üçüncü çeyreğinde, Mayıs-Temmuz döneminde 150 baz puanlık sıkılaştırmaya gidilmiştir. İç talepte devam eden yavaşlamaya rağmen, küresel piyasalardaki belirsizlikler para politikasının temkinli olmasını gerektirmiş, dolayısıyla Ağustos-Ekim döneminde kısa vadeli faiz oranları sabit tutulmuştur (TCMB, 2008(ıv):2). Merkez Bankasının, küresel piyasalardaki belirsizliğin devam etmesine rağmen, döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisinin sınırlı kalacağını, iç ve dış talepte belirgin bir yavaşlama yaşanacağını, emtia fiyatlarındaki hızlı gerilemenin devam edeceğini ve enflasyondaki düşüşün önceki tahminlere göre daha hızlı gerçekleşeceğini öngörmesi ile 2008 Kasım ayında faiz indirim süreci başlatılmıştır. Tablo 2.5’de görüldüğü üzere Kasım ayında 50 baz puan ile başlayan indirim yıl sonunda 125 ve 2009 yılının başında 200 baz puan olarak sürdürülmüştür (Yiğit, 2009:68).

Tablo 2.5: Para Politikası Kurulu Faiz Kararları

Toplantı Tarihi	Değişiklik (Baz Puan)	Politika Faiz Oranı
17 Ocak 2008	-25	15,50
14 Şubat 2008	-25	15,25
19 Mart 2008	0	15,25
17 Nisan 2008	0	15,25
15 Mayıs 2008	+50	15,75
16 Haziran 2008	+50	16,25
17 Temmuz 2008	+50	16,75
14 Ağustos 2008	0	16,75
18 Eylül 2008	0	16,75
22 Ekim 2008	0	16,75
19 Kasım 2008	-50	16,25
18 Aralık 2008	-125	15,00

Kaynak: TCMB ve Nazan Yiğit, “Türkiye’de ve Yükselen Ekonomilerde Para Politikası Uygulamaları ve Enflasyon Hedeflemesi”, 2009, s.68.

2008 yılı Eylül ve Ekim aylarında küresel finans krizinin derinleşmesiyle artan belirsizlik algılaması ve finansal sistemin küçülme eğilimi, Türkiye'nin de dahil olduğu gelişmekte olan ülkelerin kredi riskini olumsuz etkilemiş ve döviz kurlarında belirgin değer kayıplarına yol açmıştır. Uluslararası kredi piyasalarındaki ve küresel ekonomideki sorunların önceki tahminlere göre daha uzun bir süre etkili olacağına dair görüşler güçlenmiştir. Büyüme tahminlerinin aşağı yönlü güncellenmesi ve emtia fiyatlarındaki sert düşüşler enflasyonun orta vadeli hedeflerin altında kalma ihtimalini artırmıştır. Bunun için PPK, sonraki aylarda yapılması öngörülen faiz indirimlerinin bir kısmını erkene alarak Ocak 2009'da kısa vadeli faizlerin 200 baz puan indirilmesine karar vermiştir (TCMB, 2009(I): 2-4). Tablo 2.6'da yer alan faiz indirimi kararlarında görüldüğü gibi 2008 yılı Kasım ayında başlayan faiz indirimlerine 17 Aralık 2009 tarihine kadar devam edilmiştir.

Tablo 2.6: 2009 Yılı Faiz İndirim Kararları

Toplantı Tarihi	Değişiklik (Baz Puan)	Politika Faiz Oranı
15 Ocak 2009	-200	13,00
19 Şubat 2009	-150	11,50
19 Mart 2009	-100	10,50
16 Nisan 2009	-75	9,75
14 Mayıs 2009	-50	9,25
16 Haziran 2009	-50	8,75
16 Temmuz 2009	-50	8,25
18 Ağustos 2009	-50	7,75
17 Eylül 2009	-50	7,25
15 Ekim 2009	-50	6,75
19 Kasım 2009	-25	6,50
17 Aralık 2009	Değişiklik Yapılmadı	6,50

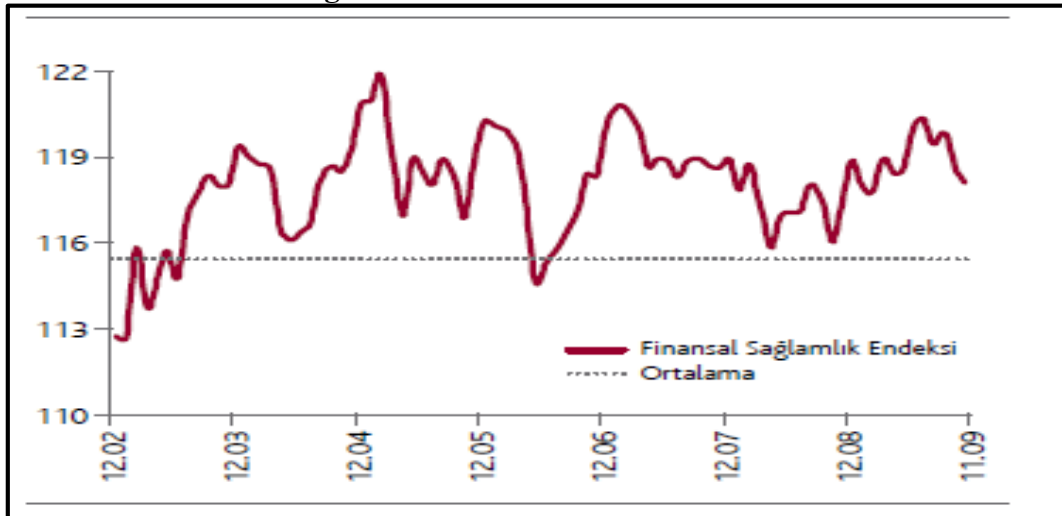
Kaynak: TCMB ve Nazan Yiğit (2009); "Türkiye'de ve Yükselen Ekonomilerde Para Politikası Uygulamaları ve Enflasyon Hedeflemesi", s.69.

2009 yılında devam edilen faiz indirimleri politikası ile TCMB, fiyat istikrarı amacını ön planda tutulmak koşulu altında, küresel krizin finansal istikrar üzerinde yarattığı olumsuz etkileri sınırlandırmak istemiştir. 2009 Ocak-Kasım döneminde PPK kararı ile faiz oranlarında 850 baz puan indirim gerçekleştirilmiştir. Böylece, faiz oranları 2001 krizinden bu yana ilk kez 2009 Nisan ayında %9,75 seviyesinde gerçekleşerek tek haneli rakamlara inmiştir.

TCMB'nin temel hedefi olan fiyat istikrarını sağlamak 1211 sayılı TCMB Kanunu'nda belirtilmektedir. Fiyat istikrarının yanı sıra mali piyasaların izlenmesi, sistemdeki tehdit ve risk unsurlarının değerlendirilmesi, finansal istikrarı bozucu etki eden unsurların tespit edilip tedbirler alınması ve finansal istikrarın sağlanarak sürdürülmesi ana hedef olan fiyat istikrarının tamamlayıcısı niteliği taşımaktadır. Finansal istikrarın sağlanması yolunda Merkez Bankasının alabileceği en önemli önlem, düşük ve istikrarlı enflasyon ile sürdürülebilir ekonomik büyümeye sahip makroekonomik ortamı temin etmek olacaktır. Enflasyon hedeflemesi döneminde korunan makroekonomik istikrar, sıkı para ve maliye politikası uygulamaları, sürdürülen yapısal reformlar, AB'ye yakınsama süreci ve dalgalı kur rejimine devam edilmesi, Türk finansal sistemini dış şoklara karşı daha dayanıklı hale getirmiştir (TCMB, 2006:43).

2006 yılının ikinci çeyreğinde yaşanan dalgalanmanın ve 2008 yılının son çeyreğinde etkileri derinleşen küresel krizin Türk bankacılık sektörü üzerindeki etkisinin sınırlı olmuştur. Bu durum finansal sektörün dayanıklılığının bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir. Grafik 2.2'de Finansal Sağlık Endeksinin 2002-2009 dönemindeki seyri görülmektedir. Buna göre küresel krizle beraber düşüş gösteren endeksin kısa sürede toparlandığı görülmektedir.

Grafik 2.2: Finansal Sağlık Endeksi



Kaynak: TCMB, "2009 Yıllık Raporu", Nisan, 2010, s.43.

Türkiye'de 2001 Krizi sonrasında finansal sektörde gerçekleştirilen kapsamlı reformlara bağlı olarak oluşan güven ortamı, bankacılık sisteminin ve

bireylerin beklentilerini olumlu yönde etkilemiş, finansal sözleşmelerin vadelerinde uzama, sözleşmeye konu olan tutarlarda da bir artış gözlenmiştir. Bu gelişmelerin yansıması olarak, kredi hacmi 2003 yılının ikinci çeyreğinden itibaren belirgin bir şekilde artmıştır. Bankacılık sistemine yabancı sermaye girişlerinin devam etmesi ve süregelen mali disiplinin etkisiyle kredi hacmindeki genişleme 2006-2007 yıllarında da devam etmiştir (TCMB, 2006:31). 2007 yılında tüketici kredilerindeki artış hızı devam etmiş fakat son çeyrekte artış hızı bir miktar azalmıştır. Bunun sebebi olarak uluslararası finans piyasalarındaki dalgalanmaların finansman olanaklarını azaltması ve belirsizlik algısındaki artış gösterilmiştir (TCMB, 2007:34).

2007 yılının Ağustos ayında hissedilmeye başlayan ve 2008 Eylül ayında derinleşen ve yayılan küresel mali krizin etkileri sonucu, yurtiçi ekonomik faaliyette yavaşlama ve tüketici güveninde azalış meydana gelmiştir. Küresel ekonomideki artan sorunlardan yurtiçi kredi hacmi de olumsuz etkilenmiş, 2008 yılının başında yavaşlama eğilimine giren yurtiçi kredi hacmi yılın son çeyreğinde sert bir daralma yaşamıştır (TCMB, 2008:48).

Kredi piyasasının olumsuz seyir içindeki işleyişi 2009 yılında da devam etmiştir. Ancak TCMB'nin, finansal istikrarın korunması ve kredi piyasalarının işleyişinde devamlılığın sağlanması amacıyla yönelik aldığı tedbirler kredi piyasasına olumlu bir şekilde yansımıştır. 2008 yılının son çeyreğinde başlatılan politika faiz indirimleri bu yıl için de sürdürülmüştür. Yapılan hızlı indirimler kredi faizlerine yansımış ve finansal sıkılığın etkilerini biraz olsun sınırlamıştır. 2009 yılının ikinci yarısına doğru iyileşen risk algılamalarının etkisi ile kredi piyasası toparlanmış, kredi faiz oranlarının belirgin olarak düşmesiyle de kredi hacmi yükselişe geçmiştir (TCMB, 2009:38).

Sabit kur rejiminin terk edilip dalgalı kura geçilmesi ve de enflasyon hedeflemesi uygulaması ile kısa vadeli faiz oranlarının araç olarak kullanılması dolayısıyla kurlarda meydana gelen oynaklık, ekonomik birimlerin fiyatlama davranışlarında kurları kendilerine kaynak olarak görme durumlarını büyük

ölçüde ortadan kaldırmıştır. Böylece döviz kuru rejimindeki değişiklik ile kurun fiyatlara geçiş etkisi azalmış ve para ikamesi zayıflamıştır (Göktaş, 2010:61).

Şubat 2001 Krizi sonucu kurların dalgalanmaya bırakılması, enflasyon hedeflemesine geçilmesi ile birlikte ekonomide yeniden yapılandırma sürecinin istikrarla sürdürülmesi ve bu reformlar sonucu dolarizasyonun ve mali baskınlığın azalması, hedeflerin beklentiler ile uyumlu bir seyir içinde devam etmesi gibi sebepler döviz kuru kanalının etkinliğini azaltmıştır.

Örtük ve açık enflasyon dönemlerini kapsayan 2002-2009 yılları arasında etkinliğinde artış gözlenen parasal aktarım kanalı faiz oranı kanalıdır. TCMB, enflasyonun belirlenen hedeflerin altında veya üstünde seyretmesi durumunda kısa vadeli faiz oranlarını değiştirmek şeklinde bir politika uygulamaktadır. Bu şekilde enflasyon beklentilerinin yönetilebilmesi imkanı ortaya çıkmıştır. Enflasyon ve reel faiz oranlarının daha elverişli düzeylere indirilmesi, iktisadi birimleri karar verirken faiz oranlarını göz önünde bulundurmaya sevk etmiştir. Böylece, harcama kararları ile faiz oranları arasındaki ilişki kuvvetlenmiştir. Bu politika sonucu olarak, faiz kararlarının çıktı açığı, çıktı açığının ise enflasyon üzerindeki etkinliği yükselmiş ve geleneksel aktarım mekanizması çerçevesinde faiz kanalının etkinliği güçlenmiştir (TCMB, 2013:10).

Bankacılık sektörü, enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi yönünde atılan adımlar sonucu güçlü bir yapıya kavuşmuştur. 2001 Krizini takiben gerçekleştirilen finansal sisteme yönelik yapılan reformlar öncesinde yaşanan yüksek seviyelerdeki faiz oranları ve bütçe açıkları sebebiyle sektör kredilerde daralmaya gitmiştir. Ayrıca, bu dönemde mali baskınlığın yüksek olmasından dolayı bankacılık sektörü Hükümet harcamalarının finansmanı için aracılık yapmaktadır. Aracılık faaliyeti ile borç verilebilir kaynaklarını kamu için kullanan bankacılık sektörünün özel kesime kullanılabileceği kredi miktarı azalmakta ve kredi kanalının enflasyon üzerindeki etkisi çok düşük olmaktadır.

2001 yılından sonra gerçekleştirilen yapısal reformlar ile bankacılık sektörünün yapısının güçlendirilmesi, uygulanan maliye politikalarının etkisi ile mali baskınlığın önemli ölçüde azalması ve para politikası ile faiz oranlarının

düşmesi sonucu bankacılık sektörü finansal aracılık faaliyetlerine yeniden başlayarak kredi miktarlarını artırmışlardır. TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarında yaptığı değişimlerin bankaların kullandıkları kredi miktarına yansımaları ile toplam talep ve enflasyon etkilenmiş, böylece kredi kanalının etkinliği ve işlerliği artmıştır.

2.5.4. 2008 Küresel Finans Krizi Sonrası Yeni Para Politikası Bileşiminin Uygulanması ve Esnek Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Dönemi

Dünyada 2000-2007 arası dönem likidite bolluğunun yaşandığı, gelirlerin ve dolayısıyla tüketici harcama eğilimlerinin arttığı bir dönem olmuştur. Düşük faiz oranları, likidite bolluğu gibi gelişmeler ekonominin olumlu ve istikrar içinde bir görünüm çizmesine neden olmuş ve piyasalara olan güven artmıştır. Bu dönemde, oluşan güven ortamının etkisiyle yatırımcılar karar verirken meydana gelebilecek riskleri göz ardı etmişlerdir (Kaya ve Kaygısız, 2015:173).

Yatırımcılar tarafından görmezden gelinen riskler neticesinde konut kredilerinde artışlar meydana gelmiş ve özensiz konut kredileri (mortgage) ve vasıfsız kredilerin (subprime) riskli görünmeye başlamasıyla 2007 yılının son çeyreğinde ABD'de finansal alanda bir çalkalanmanın yaşanması kaçınılmaz olmuştur (Yurdakul, 2015).

ABD'de 2006 yılının ikinci çeyreğinde konut piyasalarında başlayan bozulmalar ve 2006 yılının sonları ile 2007 yılının başlarında büyük finans kuruluşlarında yaşanan iflaslar 2008 Küresel Finans Krizi'nin başlangıç nedenleri arasındadır. Konut sektörü kaynaklı kredi patlaması ve konut fiyatlarındaki şişkinlikten ziyade 2008 küresel krizinin altında yatan neden olarak kredinin türev ürünlerle yapılması ve yapılan kredinin hızla üçüncü kişilere devredilerek ödenmeme riskinin artması gösterilmektedir. Riski devreden kredi kuruluşları daha büyük risklere girmiştir. Türev ürünler ile yapılan işlemlerin hızla artması, büyük kuruluşların birbirlerine kefil olması sonucu uluslararası işlem yapan bu kuruluşlar problemler yaşamaya başlamış, kimisi devredilirken kimisi de iflas etmek zorunda kalmıştır (Kaderli ve Küçükkaya, 2012: 86).

Sistemdeki sorun asıl olarak, subprime kredilerin riski yüksek krediler arasında bulunmasına rağmen bu risklerin göz ardı edilip kullanılmasıyla meydana gelmiştir. Mortgage kredileri riski yüksek kişilere yüksek faiz oranları ile kullanılmıştır. Faiz oranlarının yükselmesi ile artan faiz yükü, faiz ve anapara ödemelerinde aksaklıkların yaşanmasını da beraberinde getirmiştir. Kullanılan riskli subprime kredileri ile başlayan ve diğer kredi türlerini de etkileyen kredi krizi derinleşerek mortgage piyasasını tamamen etkisi altına almıştır (Öztürk ve Gövdere, 2010:385).

Kredi kuruluşlarının kredi kullandırma aşamasında tedbirsiz davranması sistemi büyük bir sarsıntıya sürüklemiştir. Kredileri geri ödenmemeleri nedeniyle menkul kıymet piyasasına yönelik fon akışı yavaşlamış ve mortgage kredisi kullandıranlar konutları geri almaya başlamıştır. Aynı zamanda, sorunlu kredi sayısındaki artış ile oluşan konut piyasasındaki arz fazlalığı konut fiyatlarını düşürmüştür. Fiyatlardaki düşüş nedeniyle konut satışlarının yapılamaz duruma gelmesi likidite sorununu gündeme getirmiştir (Demir vd., 2008:8).

Bankaların verdikleri kredileri tahsil edemeyip kaynak sıkıntısı içine girmesiyle piyasalarda güvensizlik ortamı oluşmuş ve mali sistemde tikanıklıklar yaşanmıştır. Lehman Brothers gibi büyük kuruluşların iflası ile kriz yayılmaya başlamıştır. Bu süreçte kriz ticaret kanalı, kredi kanalı, belirsizlik ve güven eksikliği gibi yollardan diğer ülkelere de sıçrayarak, finansal ve reel sektör üzerinde etkili olmuştur (Kaya ve Kaygısız, 2015:74).

2008 Küresel Finans Krizi, finans piyasalarında yaşanan devirler ve iflaslar ile kredi sistemini işlevsiz bir konuma sokmuştur. Piyasada aracı rolünü üstlenen bankaların görevini yerine getiremez durumda olması sonucu merkez bankaları devreye girerek piyasalara müdahalelerde bulunmuştur.

Ülke merkez bankalarının çoğu, küresel finans krizine karşı ilk olarak faiz oranlarını aşağıya çekerek tepki vermiştir. Yapılan indirimler ile ekonomide yaşanan güven eksikliğinin giderilmesi ve meydana gelebilecek sermaye çıkışlarının önüne geçilmesi hedeflenmiştir. Küresel finansal krizin başladığı yer olan Amerika Birleşik Devletleri (ABD) başta olmak üzere Japonya, İngiltere,

Almanya gibi birçok gelişmiş ülke merkez bankaları faiz oranlarını büyük oranda düşürmüş, sıfır politika faizi uygulamasını başlatmıştır. Buradaki amaç finansal piyasaların işlerliğinin sürdürülmesidir. Düşük faiz uygulamasından sonra geleneksel olmayan para politikası aracı olarak miktarsal genişleme politikaları uygulanmaya başlanmış ve piyasalara likidite sağlanmasından dolayı gelişmiş ülkelerde rahatlatma sağlanmıştır. Ancak düşük faiz oranlarının da kalıcı olarak işe yaramaması sonucu ülkeler kurtarma paketleri açıklayarak krizden çıkmaya çalışmışlardır (Karagöz, 2009:13; Ersoy ve Işıl, 2016:352).

Önlem paketlerini ilk açıklayan ülke ABD olmuş ve Euro Bölgesi ile birçok Avrupa ülkesinde benzer önlemler açıklanmıştır. Tablo 2.7’de kriz sonrasında alınan karar kararlar görülmektedir.

Tablo 2.7: Küresel Krize Karşı Ülkelerin Aldıkları Önlemler

Para Politikası Araçları	Faiz Oranı Değişiklikleri Zorunlu Karşılık Oranlarında Değişiklik Döviz Kuru Müdahalesi
Finansal Sisteme İlişkin Kriz Önlem Araçları	Mevduat Garantisinin Artırılması Bankaların Yeniden Sermayelendirilmesi Likidite Enjeksiyonu Banka Kredi/Borçlarına Devlet Garantisi Verilmesi Kamulaştırma/Fona Devir Ticari Tahvillerin Alınması İçin Fon Ayrılması
Uluslararası Kuruluşlar	Swap Kanalı IMF
Diğer	İstihdam, Altyapı Yatırımlarının Artırılması, KOBİ’lere ve Düşük Gelir Gruplarındaki Hanehalklarına Yapılan Yardımlar vb.

Kaynak: Erdönmez, 2009, “Küresel Kriz ve Ülkeler tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi”, Bankacılar Dergisi, sayı 68, s. 89.

Tablo 2.7’de görüldüğü gibi küresel kriz sonrasında ulusal hükümetlerin ve uluslararası kuruluşların almış olduğu önlemlerin daha çok bankaların bilançolarının yapılandırılmasına yönelik adımlar olduğu görülmektedir.

2.5.4.1. 2008 Küresel Finans Krizinin Türkiye’ye Etkileri

2008 yılı Eylül ayında derinlik kazanan ve küreselleşmenin etkisiyle birçok ülkeyi etkisi altına alarak yayılan finansal kriz Türkiye ekonomisini de etkilemiştir. 2008 Küresel Finansal Krizi Türkiye ekonomisini dört kanal

üzerinden etkilemiştir: Dış kaynak kanalı, iç kredi kanalı, dış ticaret kanalı ve güven kanalı. Yurt dışındaki bankaların kriz sebebiyle bilançolarının hasarlı duruma dönüşmesi ve kredi hacimlerinin daralması sebebiyle, geçmişte buralardan önemli miktarda kredi kullanan Türkiye ekonomisi olumsuz etkilenmiştir. Türkiye'ye yönelen fon akımlarında azalmalar yaşanmış ve bununla bağlantılı olarak yaşanan dış kaynaklı olumsuzluklar ekonomiye olan güveni azaltmış ve yerli bankaların kredi miktarlarını azaltmalarına sebep olmuştur. Krizin etkisini yüksek seviyelerde gösterdiği ülkelerdeki -özellikle ihracatımızdaki payı %56 olan AB ülkelerindeki- ekonomik daralma sonucu uluslararası gelirde yaşanan azalma ihracatımızda büyük kayıpların yaşanmasına sebep olmuştur. Dış kaynaklarda ve dış ticarete yaşanan olumsuzlukların Türkiye'nin yerleşik ekonomisine yansımaları sonucunda tüketici ve yatırımcıların ekonomiye duydukları güven azalmıştır (TEPAV, 2009:9-11).

2008 Küresel Finansal Krizi'nin etkileri bakımından en önemli göstergelerin başında büyüme oranları gelmektedir. Kriz, tüm dünya ekonomilerinin büyüme oranlarını negatif yönde etkilemiştir. Tablo 2.8'e göre Avrupa, gelişmekte olan ekonomiler ve Türkiye en fazla daralma yaşayanlar arasında yer almaktadır (Kaderli ve Küçükkaya, 2012:87).

Tablo 2.8: Türkiye ve Ülke Gruplarının Yıllık Yüzde Büyüme Oranları

	2007	2008	2009	2010	2011
Dünya	5,0	2,3	-1,6	4,5	
Gelişmiş Ekonomiler	2,7	0,0	-3,8	2,9	1,8
Gelişmekte Olan Ekonomiler	8,4	6,1	1,9	7,0	
Gelişmekte Olan Asya Ülkeleri	11,0	7,9	7,2	8,9	
Avrupa	7,0	4,0	-6,1	4,4	
Türkiye	4,7	0,7	-4,8	9,2	8,5

Kaynak: Kaderli ve Küçükkaya, "2008 Dünya Finansal Krizi Sonrası Türkiye Ekonomisinde Yaşanan Gelişmelerin Bazı Ülkelerle Karşılaştırılmalı Olarak İncelenmesi", Pamukkale Üniversitesi, sayı 12, 2012, s.87.

Gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında meydana gelen ve 2008 yılının sonlarına doğru tüm dünyayı etkisi altına alan küresel krizin yansımaları etkisini azaltmakla birlikte 2009 yılında da devam etmiştir. Krizin etkisiyle, gelişmiş ülkelere sağlanan sermaye akımında azalma

dolayısıyla dış talebin daralması ve fiyatlarda yaşanan düşüş bütün dünyada enflasyon oranlarının düşmesine sebep olmuştur. Talepteki azalma fiyatların, enflasyonun ve faiz oranlarının azalmasını beraberinde getirmiştir. Türkiye’de 2008 yılı enflasyon oranı %10,06 seviyesinde, 2009 yılında ise hedeflenen oranın (%7,5) 100 baz puan altında olan %6,5 seviyesinde gerçekleşmiştir (TCMB, 2013: 19).

2008 son çeyreği ve 2009 ilk üç çeyreğinde, Türkiye dört çeyrek üst üste eksi büyüme, başka bir ifade ile bir yıl süren bir resesyon yaşamıştır. Büyüme göstergelerine bakıldığında, Türkiye’nin gelişmekte olan ülkeler, G-20’ler ve üyesi olduğu OECD ülkeleri içinde, 2008 ve 2009 ekonomik krizini en ağır yaşayan ülkelerden olduğu görülmektedir. GSYİH 2008 IV. Çeyreği ile 2009 III. Çeyreği arasındaki bir yılda % 8.4 oranında azalmıştır (Korkmaz ve Tay Bayramoğlu, 2011:120).

Türkiye’de 2001 Krizi sonrası yapılan reformlar ve alınan önlemler ile birlikte bankacılık sektöründeki sorunların çözülmesi ve finansal yapının sağlamlaştırılması sonucu TCMB’nin para politikasını uygulama alanı genişlemiş ve hızlı hareket etme imkanı bulmuştur. TCMB, 2008 Kasım ayında parasal genişleme sürecine geçmiş ve 2009 yılında enflasyonun hedefin altında kalacağı olasılığını yüksek görerek politika faiz oranlarında indirim gitmiştir. 2009 yılı boyunca ekonomik faaliyetlerde toparlanma olmasına rağmen TCMB, 2008 yılı Aralık ayında başladığı faiz indirimlerine devam etmiştir (Çetin, 2016: 83).

TCMB’nin fiyat istikrarını korumak amacıyla uyguladığı düşük faiz oranı ve enflasyonun artışını önleme stratejisi kredilerde bir artış sağlamış ve kullanılan kredilerin miktar olarak artması hem bankacılık kesiminin büyümesine hem de reel sektörün ve yatırımların büyümesine katkı sağlamıştır. Diğer taraftan, düşük faiz ortamı ticari kredilere olan talebin yanı sıra tüketici kredilerine olan talebin de hızla artmasında etkili olmuştur. Tüketim endeksi iç talep büyümesi ve Türk Lirası’ndaki değerlenme ithalat artışını hızlandırırken ihracat rakamlarının geri kalmasına ve iç talep ile dış talep arasındaki ayrımın daha da artmasına neden olmuştur (Temuçin, 2013:2).

Türkiye ekonomisi, iç talepte yakaladığı büyüme ivmesiyle krizin olumsuz etkilerini üzerinden atarak bir canlanma süreci yaratmıştır. Gelişmiş ekonomilerde daha yavaş olan toparlanma aşaması gelişmekte olan ekonomilerde hızlı bir şekilde gerçekleşmiştir. Diğer taraftan Türkiye ekonomisinin ihracat oranlarının ithalatı karşılayamaması cari açığı genişletmiş ve finansal istikrara ilişkin kaygıları ve riskleri belirginleştirmiştir (Oktar ve Yurdabak, 2015:86).

2.5.4.2. TCMB'nin Yeni Para Politikası Çerçevesi ve Esnek Enflasyon Hedeflemesi Rejimi

Küresel finans krizinin 2008 yılının son çeyreğine doğru etkisinin daha baskın hissedilmesi dolayısıyla alınan önlemlerden sonra Türkiye ekonomisi 2009 ve 2010 yılı için bir toparlanma göstermiştir. Fakat gelişmiş ülke merkez bankalarının krizin tahribatını gidermek amacıyla uyguladıkları genişleyici para politikaları, Türkiye gibi gelişmekte olan ülke ekonomilerini olumsuz yönde etkilemiştir. Bu genişlemeci politikalar sonucu gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarının artması hızlı kredi büyümesini beslemiş ve Türk Lirası'nın değerlenmesi yönünde baskı oluşturmuştur (Öztürk vd., 2012:300).

Türkiye ekonomisine yönelik kısa vadeli sermaye girişlerinin yoğunlaşması ve kredinin önlenebilir bir şekilde artması ile tüketim ve ithalatta artışların yaşanması cari işlemler dengesinin bozulmasını beraberinde getirmiştir. Cari açığın artması ile ekonomi küresel risklere karşı daha duyarlı ve kırılgan hale gelmiştir. Bütün bu olumsuzlukların yaşanması, makro finansal istikrarın sağlanmasının önemini gündeme getirmiş ve fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarında dahil edildiği yeni bir para politikası yaklaşımının tasarlanmasını merkez bankaları için gerekli kılmıştır (TCMB, 2013:2).

TCMB, yeni para politikası bileşimini sermaye akımlarındaki oynaklığın etkilerini yumuşatmak, kredilerin makul oranlarda büyümesini ve döviz kurundaki dalgalanmaların iktisadi temellerle uyumlu olmasını sağlamak şeklindeki amaçlar çerçevesinde oluşturmuştur (TCMB, 2013:20). Tablo 2.9'da TCMB'nin 2009 yılı öncesi ve sonrasındaki amaç ve araçları sunulmaktadır. TCMB'nin politika

araçlarını çeşitlendirmesi fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasında ortaya çıkabilecek muhtemel ödünleşimden kaynaklanmaktadır.

Tablo 2.9: TCMB'nin Politika Amaç ve Araçları

	Eski Yaklaşım	Yeni Yaklaşım
Amaçlar	Fiyat İstikrarı	Fiyat İstikrarı Finansal İstikrar
Araçlar	Politika Faizi	Faiz Koridoru Zorunlu Karşılıklar Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) Ek Parasal Sıkılaştırma (EPS)

Kaynak: TCMB, “Enflasyon ve Fiyat İstikrarı”, 2013, s.20.

Küresel krizden sonra benimsenen yeni yaklaşımda finansal istikrar enflasyon hedeflemesi rejimini destekleyici bir amaç olarak benimsenmiş ve fiyat istikrarı yanında finansal istikrarında sorunsuz bir şekilde yönetilebilmesi için geleneksel olan araçlara ek bir araç kümesi geliştirilmiştir (Kara, 2012:5-6).

2.5.4.2.1. Yeni Para Politikası Araçları

2008 Küresel Finans Krizi öncesinde merkez bankaları açık enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulamasına geçmiştir. Merkez bankaları geleneksel yaklaşım çerçevesinde para politikasını fiyat istikrarı merkezli yürütürlerken, finansal istikrarı ana amacı destekleyici bir unsur olarak görmekteydiler. Geleneksel yaklaşımda ana amaç fiyat istikrarı olarak belirlenmiş ve merkez bankaları sadece enflasyon hedefine odaklanmış, amaç kümesinde finansal istikrara yer vermemiştir. Çünkü TCMB, fiyat istikrarının sağlandığı durumlarda makro finansal istikrarın sağlanacağı yönündeki görüşünden hareket etmiştir. Ancak 2008 yılında yaşanan küresel kriz merkez bankalarına finansal istikrarı göz ardı eden para politikası uygulamalarının kısa vadede fiyat istikrarı üzerinde olumlu etkiler göstermesine rağmen uzun dönemde bir tehlike oluşturmasının kaçınılmaz olduğunu göstermiştir (Varlık, 2014:201).

2010 yılında finansal istikrarı da kapsayacak şekilde düzenlenen para politikası, amaç fonksiyonu yanında araç kümesini de çeşitlendirmiştir. Geleneksel enflasyon hedeflemesinde tek araç olarak kullanılan kısa vadeli politika faiz oranına ek bir araç seti oluşturulmuştur. Çünkü merkez bankalarının geleneksel enflasyon hedeflemesi rejiminde olduğu gibi tek bir araç ile hem fiyat

istikrarını hem de finansal istikrarı kontrol altında tutması mümkün değildir. Şöyle ki, küresel büyüme dönemlerinde enflasyonun kontrol altına alınabilmesi düşük faiz oranları ile mümkün iken finansal istikrar için böyle bir tutum finansal riskleri engelleyememektedir. Çünkü küresel büyüme dönemlerinde gelişmekte olan ekonomilere yönelen hızlı sermaye akımları, bilançoların vade ve kur uyumsuzluklarını artırmakta, reel kurun değerlenmesi ve kredi hacminin genişleyerek kaynak dağılımını bozması ile finansal istikrara ilişkin risklerin birikmesine ve kırılganlıkların artmasına sebep olabilmektedir. Dolayısıyla, kısa vadeli faiz oranlarının düşük seviyede tutulması sermaye akımlarının caydırılması bakımından, makro finansal istikrarın sağlanması yolunda uygun bir politika seçeneği olacaktır. Buna karşılık, uzun süre düşük seviyelerde tutulan faiz oranlarının iç talebi destekleyerek fiyat istikrarını tehlikeye sokabileceği gerçeği araç çeşitlendirmesi yapılmasını doğru bir adım olarak onaylamaktadır (Başçı ve Kara, 2011:4).

TCMB'nin tasarladığı yeni para politikası araçları içerisinde faiz koridoru, zorunlu karşılıklar, rezerv opsiyon mekanizması ve ek parasal sıkılaştırma gibi likidite yöntemleri yer almaktadır. TCMB bu araç kümesi ile kredi ve döviz kuru üzerinden hem fiyat istikrarını hem de finansal istikrarı sağlamayı hedeflemiştir.

2.5.4.2.1.1. Faiz Koridoru

2008 Küresel Finansal Kriz sonrası gelişmiş ülkelerde uygulanan genişleyici politikalar sonrası artan küresel likidite, sermaye akımlarının Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere yönelme eğilimini artırarak bu ülkelerin kredi hacimlerinde ve döviz kurlarında dalgalanmalara yol açmış ve ekonomilerini kırılgan bir yapı haline dönüştürmüştür. Bunun üzerinde TCMB, oluşan finansal riskleri en aza indirebilmek için 2010 yılında yeni bir politika oluşturarak uygulamaya koymuştur. Yeni politika bileşimine finansal istikrar amacına yönelik olarak geleneksel amaçların yanında bir takım araçlar ilave edilmiştir (Binici vd., 2013: 2).

TCMB'nin finansal istikrarı sağlama yolunda yeni politika tasarımına ilave ettiği araç faiz koridorudur. Küresel kriz sonrası yoğunlaşan sermaye akımlarının iktisadi ve finansal değişkenler üzerinde yarattığı etkinin sınırlandırılması için

kullanılan faiz koridoru, merkez bankasının gecelik vadede borç alma ve borç verme faizinin arasında kalan alan olarak tanımlanmaktadır (Yücememiş vd., 2015:450).

Koridor sistemi, faiz oranlarını belirlemek için dünyanın birçok merkez bankası tarafından kullanılmaktadır. Geleneksel sistemde gecelik piyasa faiz oranı politika faiz oranına yakın tutulmaktayken, küresel kriz sonrasında TCMB de dahil olmak üzere çoğu merkez bankası alışılmadık politikaların uygulanmaya konulması sebebiyle bu uygulamadan vazgeçmiştir. TCMB tarafından kabul edilen yeni politika çerçevesinde, gecelik piyasa faiz oranı (Borsa İstanbul gecelik repo faiz oranı ile temsil edilmektedir) koridor içinde daha büyük dalgalanmalar gösterebilmekte ve ortalama fonlama oranından uzaklaşabilmektedir. Bankalara sağlanan TCMB fonlamasının ortalama maliyeti ve gecelik piyasa oranı beklenen para politikası duruşuna göre koridor içerisinde farklı değerlerde tespit edilebilmektedir (Küçük vd., 2014:2).

Faiz koridorunun TCMB'ye kattığı en önemli fonksiyon, merkez bankasına hedef faiz oranını değiştirmeden sıkı ya da gevşek politikalar belirleyebilme imkanı tanınmasıdır (Berentsen ve Mannet, 2008:5). Şöyle ki; sermaye akımlarının yoğun olduğu dönemlerde faiz koridoru aşağı doğru genişletilerek düşük maliyetli likidite yoluyla sağlanan kredi hacmi sınırlandırılmaktadır. Sermaye akımlarının yavaşladığı dönemlerde ise tersi uygulanarak faiz koridoru yukarı yönlü genişletilmektedir. Böylece finansal piyasalarda oluşabilecek risk ve belirsizliklere karşı hızlı ve esnek önlemler alınabilmektedir (Yücememiş vd., 2015:452).

Faiz koridoru sisteminde üç çeşit faiz oranı bulunmaktadır. Birincisi, koridorun üst sınırını belirleyen ve geçici likidite sıkışıklığına düşen bir bankanın merkez bankasından kısa vadeli borçlanarak ödemeye razı olduğu borç verme faiz oranıdır. Koridorun alt sınırını belirleyen merkez bankasının borç alma faiz oranı ikinci faiz oranıdır. Fon fazlası olan bir bankanın bu fonu mevduat şeklinde merkez bankasına yatırması karşılığında almayı kabul ettiği faiz oranını göstermektedir. Borç alma faiz oranı ile borç verme faiz oranı arasında yer alan ve

merkez bankasının haftalık vadede bankalara borç verme faizi (repo faizi) olan politika faiz oranı koridorun üçüncü oranını temsil etmektedir (Özatay, 2012:25).

2.5.4.2.1.2. Zorunlu Karşılıklar

Bankaların ve finansal kuruluşların yükümlülüklerine karşılık merkez bankalarında tutmak zorunda oldukları fon miktarına zorunlu karşılıklar denilmektedir. Önceleri rezerv bulundurma amacı için kullanılırken daha sonraları likidite yöntemi ve parasal büyüklüklerin kontrolü bu aracın kullanım hedefleri arasına eklenmiştir (Ünalnış ve Ünalnış, 2015:2).

Zorunlu karşılıklar esas olarak üç amaç için kullanılabilir. Bu amaçlar ihtiyat, likidite yönetimi ve parasal kontroldür. İhtiyat amaçlı zorunlu karşılıkların kullanılması günümüz gelişmiş finans piyasalarında geçerliliğini tamamen olmasa da yitirmiştir. Çünkü bankaların gerektiğinde ulaşabilecekleri likit varlıkların miktarı finansal sistemin gelişmesine bağlı olarak artmış ve zorunlu karşılıklara olan ihtiyaç azalmıştır. Para piyasasında likidite açığının ya da fazlasının olduğu durumlarda oluşan dengesizliğin giderilmesinde zorunlu karşılıklar merkez bankası için önemli bir araçtır. Bunların yanında, 2008 Küresel Krizi sonrası önemi daha da artmış ve merkez bankalarının makroekonomik istikrarı sağlama yolunda kullandığı parasal kontrol aracı olmuştur (Alper ve Tiryaki, 2011:2-3).

Zorunlu karşılıklar küresel kriz sonrası daha çok ön plana çıkmış ve temelde kredi arzını etkilemek için kullanılmıştır. Kriz sonrası gelişmiş ekonomilerden gelişmekte olan ekonomilere doğru yoğun olarak giden sermaye akımları bu ekonomilerin kredi hacmini ve iç talebini hızla artırmıştır. Merkez bankası yurt dışından sermaye akımlarının arttığı dönemlerde zorunlu karşılıkları artırarak kredi büyümesini yavaşlatmakta, sermaye akımlarının yavaşladığı dönemlerde ise karşılık oranlarını düşürerek kredi büyüme hızını artırmaktadır (Serel ve Özkurt, 2014:62).

2.5.4.2.1.3. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)

Küresel kriz sonrası meydana gelen sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın finansal ve makroekonomik istikrar üzerindeki etkilerini en aza indirmek amacıyla TCMB tarafından geliştirilen araçlardan biri Rezerv Opsiyon Mekanizması

(ROM)'dur. ROM, zorunlu karşılıklar kapsamında geliştirilmiş ve bankalara TL zorunlu karşılıklarının belirli bir kısmını döviz ve altın cinsinden tutmalarına imkan sağlayan bir uygulamadır (Alper vd., 2012:2).

ROM, bankalara daha kalıcı bir şekilde TL likiditesi sağlayarak bankaların maliyetini düşürmesinin yanında TCMB'nin döviz ve altın rezervlerini de desteklemektedir (Ermişoğlu vd., 2013:3).

Sermaye akımlarının arttığı dönemlerde yabancı paranın maliyeti TL karşısında düşmektedir. Böyle bir durumda bankaların zorunlu karşılıkların büyük bir oranını yabancı para cinsinden tutma eğilimi artmaktadır. TCMB hesaplarına aktarılan dövizin krediye dönüşme oranı azaltılırken TL üzerindeki değerlenme baskısı azalmakta ve döviz rezervleri gönüllü olarak birikmektedir. Tersi bir durumda ise bankalar, zorunlu karşılıkların büyük bir oranını TL ile tesis edecekler ve ROM kullanımını azaltacaklardır. Karşılıkların TL olarak temin edilmesi TL'nin üzerinde doğabilecek aşırı değerlenmenin önüne geçmektedir (Serel ve Özkurt, 2014: 64).

2.5.4.2.1.4. Ek Parasal Sıkılaştırma (EPS)

TCMB yeni politika tasarımında, likidite yönetimi etrafında kısa vadeli faizleri günlük frekansta ayarlayarak sermaye hareketleri ve döviz kuru oynaklığını yumuşatmaya çalışmıştır. Bu bağlamda, geçici fiyat hareketlerinin enflasyon görünümünü bozmaması için gereken durumlarda Ek Parasal Sıkılaştırma (EPS) uygulanmıştır. EPS yapılan günlerde geleneksel ihale yöntemiyle piyasa fonlanmakta ve faizlerin koridorun üst sınırına yakın oluşması sağlanmaktadır. Sermaye çıkışının olduğu dönemlerde TCMB, döviz kuru üzerinde oluşabilecek etkiyi azaltmak için fonlama miktarını azaltabilmektedir. TCMB'den beklenen likiditeyi göremeyen bankalar ya da finansal kurumlar döviz satarak ihtiyaçlarını karşılamaya çalışırlar. Dolayısıyla, sermaye çıkışının döviz kuru üzerinde yaratacağı etki EPS ile sınırlanacak ve artan kısa vadeli faizler sermaye çıkışlarını caydırıcı etkide bulunacaktır (Akçelik vd., 2012: 2; TCMB, 2013:15).

2.5.4.2.2. Esnek Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Dönemi (2010 ve Sonrası)

2008 Küresel Finans Krizi'nden sonra fiyat istikrarını hedefleyen enflasyon hedeflemesi politikasının finansal istikrarı sağlamakta yetersiz olduğu ortaya çıkmıştır. Nitekim finansal istikrarsızlık kavramı fiyat istikrarsızlığı yanında reel kesimi de etkileyen geniş bir kavram olarak kendini bu dönemde hissettirmiştir (Kutlar ve Gündoğan, 2013:274).

Türkiye ekonomisi yaşanan küresel krizden, finansal istikrarın ihmal edilmesinin orta ve uzun vadede makroekonomik istikrarı ve fiyat istikrarını tehdit edebilecek unsurların meydana gelebileceği sonucunu çok açık bir şekilde çıkarmıştır. Dolayısıyla TCMB, fiyat istikrarına ek olarak finansal istikrarı da gözetecek yeni politika ile enflasyon hedeflemesine farklı bir boyut kazandırmıştır (Başçı ve Kara, 2011:3).

Finansal istikrarın ön plana çıkarılması adına yapılan çalışmalar kendini ilk olarak 14 Nisan 2010 yılında TCMB tarafından yayınlanan "Para Politikası Çıkış Stratejisi" ile göstermiştir. Çıkış stratejileri ile ifade edilmek istenen, kriz sırasında alınan tedbirlerin geri çekilerek para politikalarının normalleştirilmesidir. Kriz döneminde alınan tedbirler aşağıda maddeler halinde sıralanmaktadır (Yılmaz, 2010:5-13):

- i. Kriz döneminde belirsizliğin ve oynaklığın giderilmesi amacıyla yönelik olarak TCMB gecelik borçlanma ve borç verme faiz oranı aralığını 3,5 puandan 2,5 puana düşürmüştü aynı zamanda piyasanın ihtiyacından fazla fonlama yapılmaya başlanmıştır. Ekim 2009'da TL zorunlu karşılık oranı %6'dan %5'e düşürülmüş, enflasyonda hızlı düşüş olacağı öngörülerek TCMB borçlanma faiz oranı %16,75'ten %6,50'ye düşürülmüştür.
- ii. Döviz piyasasına yönelik olarak, döviz alım ihalelerinin durdurulup döviz satım ihalelerine başlanması, yabancı para zorunlu karşılık oranlarının indirilmesi şeklinde önlemler alınmıştır.
- iii. Çıkış stratejileri ise alınan tedbirlerin tersine çevrilmesi şeklindedir. Döviz satım ihaleleri durdurulup alımlara tekrar başlanmış, yabancı para karşılık oranları kademeli olarak artırılmıştır. Piyasanın ihtiyacından fazla fonlanması

giderek azaltılmıştır. TCMB borç verme ve borç alma faiz oranları değiştirilmeyecek ve bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı politika faiz oranı olacaktır.

Yeni politika çerçevesi ile büyük ölçüde fiyat istikrarına zarar vermeksizin, sermaye akımlarının yerli ekonomi üzerindeki etkilerinin özellikle kredi büyümesini ve cari hesap açığını kapsaması hedeflenmiştir. Bu bağlamda TCMB, kredileri ve döviz kurunu para politikası aktarımındaki kilit kanallar olarak ön plana çıkarmıştır (Küçük vd., 2014:1-2).

Yeni para politikası tasarımında makro finansal risklerin azaltılarak finansal istikrarın sağlanması yolunda ana amaçların yanında iki ara hedef değişken de yer almaktadır: Kredi hacmindeki büyümeyi yavaşlatmak ve sermaye girişlerini azaltarak döviz kurunda istikrarı sağlamak. Kullanılan bu ara değişkenler yeni politikanın anlaşılma derecesini artırmakta ve finansal istikrara yönelik uyarıcılar taşıdıkları için öncü belirtilerin anlaşılmasını kolaylaştırmaktadır (Varlık, 2014: 204).

Yeni para politikası tasarımında iletişimin güçlü olması ve aktarım mekanizmasının işleyişinin doğru bir şekilde anlaşılması açısından politika araçlarının ve bu araçlar ile kredi ve döviz kuru kanalları arasındaki etkileşimin incelenmesi gerekmektedir. Dolayısıyla bu etkileşimin incelenmesi politikanın hedeflere ulaşma başarısını da göstermiş olacaktır (Doğan ve Akbakay, 2016:151).

TCMB tarafından oluşturulan para politikası duruşu ilk olarak orta vadeli enflasyon görünümünün hedefle uyumlu olmasına dikkat etmektedir. Dolayısıyla, talep ve maliyet kanalları üzerinden enflasyonun kontrolünü yapmakta ve bu kontrollerde krediler ve döviz kuru etkin rol oynamaktadır. Aynı şekilde finansal risklerin giderilmesi/ en aza indirilmesi aşamasında da krediler ve döviz kuru ön plana çıkmaktadır. Krediler ve döviz kuru cari dengeyi bozucu etki yaparak sermaye hareketlerindeki ani değişimlere karşı ekonomiyi kırılgan hale getirebilmektedir. Yeni para politikası bileşiminde kullanılan araçlar özellikle finansal istikrarın sağlanması için tasarlanmış ve bu kanallar vasıtasıyla uygulanmaya başlamıştır (Kara, 2012: 13-14).

TCMB, 2008 Küresel Finans Krizi'nin etkili olduğu dönemlerde fiyat istikrarı yanında diğer ekonomik göstergelere de destek olunması gerektiğinin altını çizmiş ve 2010 yılına kadar kredi hacminde bir canlanma yaratılmaya çalışılmıştır. Fakat kriz sonrası gelişmiş ülkelerde uygulanan genişleyici politikaların Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını hızlandırması sonucu 2010 yılında yeni politika araçları kullanılarak kredilerdeki artışın sınırlandırılmasına dair çalışmalar başlatılmıştır (Serel ve Bayır, 2013:72).

Geleneksel enflasyon hedeflemesi rejiminde politika faizi olarak kullanılan kısa vadeli faizlerin bugünkü seviyesi ile gelecek dönemlerdeki seyri parasal duruşu belirlemektedir. Bankalar bu duruşa göre kredi faizlerini ve koşullarını ayarlamaktadır. Yeni politika tasarımında kredi kanalı benzer bir şekilde işlemektedir. TCMB sağladığı kısa vadeli fonların ortalama maliyetini kontrol değişkeni olarak kullanmaktadır. Geleneksel ve esnek enflasyon hedeflemesi rejimi arasındaki fark, yeni politika ile birlikte TCMB'nin piyasaya doğrudan yaptığı fonlamanın ortalama maliyetini günlük olarak gözden geçirebilmesi ve likidite açığı olan bankaların kredi maliyetini kolayca etkileyebilmesidir (Kara, 2012:9).

TCMB, kriz sonrası hızlanan kredi hacmini daraltmak için yeni politika kapsamında geliştirilen zorunlu karşılıkları aktif olarak kullanmaktadır. Zorunlu karşılıklar ile alınmak istenen sonuç, faiz koridoru ve likidite yönetimi araçlarının etkin bir şekilde kullanılmasıyla alınmaktadır. Şöyle ki; kısa vadeli sermaye akımlarının arttığı dönemlerde zorunlu karşılıkların artırılması ile piyasadandan çekilen likiditenin TCMB fonlaması ile dengelenmesi beklenirken, yeni politikanın uygulanmaya konulması ile ön plana çıkan faiz koridoru aracı bu beklentileri bozmaktadır. Merkez bankasının faiz koridorunu yukarı yönlü genişleterek (borç verme faiz oranlarını artırarak) ek sıkılaştırma uygulaması krediler üzerinde kuvvetli etkiler yaratarak bankaları kredi genişlemesi konusunda temkinli davranmaya yöneltmektedir. Çünkü bankalar faiz riski fiyatlamalarını borç verme faiz oranı üzerinden yapmaktadır (Duramaz ve Dilber, 2015:34).

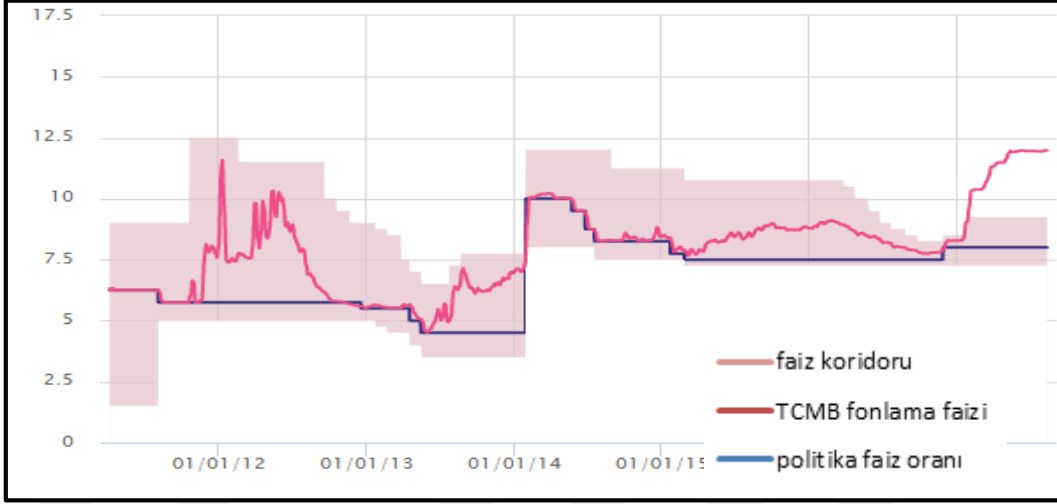
Esnek enflasyon hedeflemesi rejiminde, kredi kanalı ve döviz kuru kanalı üzerinden fiyat istikrarı ve finansal istikrarın sağlanmaya çalışılması ve bunun

anlaşılması politika araçlarına hangi durumlarda ve ne şekilde müdahale edildiği ile netlik kazanmaktadır. Yapılan bu müdahaleler değişen konjoktüre ve ekonominin gidişatına göre değiştirilebilmektedir.

2010 yılının son çeyreğinde, gelişmiş ülkelerin parasal genişleme politikalarını uygulamaya koymaları ile birlikte Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarında hızlanmalar yaşanmıştır. Sermaye akımları TL'nin aşırı değerli bir hal almasına, kredi hacminin artmasına ve cari dengenin bozulmasına yol açmıştır. Ortaya çıkan bu durum 2011 yılının Ağustos ayında etkilerini göstermeye başlayan AB ülkelerinde yaşanan borç krizine kadar devam etmiştir. Bu süreçte finansal istikrar odaklı hareket eden TCMB, kredi hacminin kontrollü büyümesini sağlamak ve döviz kurunun iktisadi temellerden kopuk hareket etmesinin önüne geçmek ve en önemlisi bunların temel sebebi olan sermaye girişlerini caydırmak için oluşturduğu araç kümesini birbirisiyle ilişkili olarak kullanmıştır (Varlık, 2014:220). 2010 yılının ikinci yarısında hızlanan sermaye girişleri ve artan yurtiçi kredilerin makro finansal riskleri artırması sonucunda düşük politika faizi, geniş faiz koridoru, yüksek zorunlu karşılık oranları ve ek parasal sıkılaştırmadan oluşan politika bileşimi Ağustos 2011 yılına kadar uygulanmak üzere devreye sokulmuştur (Dağlaroğlu, 2013:212).

Bu çerçevede TCMB'nin uyguladığı faiz koridoru Grafik 2.3'de gösterilmektedir. TCMB bu dönemde kısa vadeli ve spekülâtif sermaye akımlarının girişini sınırlandırmak için kısa vadeli faiz oranlarını düşük tutarak geniş bir faiz koridoru politikası uygulamıştır.

Grafik 2.3: TCMB Politika Faizi ve Faiz Koridoru (%)



Kaynak: TCMB (<http://www.tcmb.gov.tr/>)

Faiz koridoru politikasında gecelik borçlanma faizi 500 baz puan düşürülerek %6,25'ten %1,50 oranına ve politika faiz oranı (1 hafta vadeli repo faiz oranı) 75 baz indirilerek %6,25'e çekilmiştir. Aralık 2010'da ise koridorun üst bandını oluşturan borç verme faiz oranı 25 baz puan artırılarak %9'a yükseltilmiştir. Geniş faiz koridoru politikası ile para piyasasında kısa vadeli faizlerdeki oynaklığın konjoktüre göre ayarlanmasına imkan tanıyan operasyonel çerçeve oluşturulmuştur. Böylelikle kısa vadeli faizlerin ortalama getirisinin düşürülmesi ve oynaklığın artırılması ile kısa vadeli sermaye girişlerinin caydırılması amaçlanmıştır (Başçı ve Kara, 2011:5).

TCMB, sermaye çıkışlarının seyrine göre yıllar içinde faiz oranlarına artış ya da indirim şeklinde müdahalelerde bulunmuştur. Faiz oranlarında yapılan indirimlerin yanı sıra, zorunlu karşılık oranlarını kullanarak kredi faizlerini etkilemeye ve böylece kredi hacmindeki genişlemeyi yavaşlatmaya çalışmıştır (Varlık, 2014:221). TCMB'nin uyguladığı zorunlu karşılık oranları Tablo 2.10'da gösterilmektedir.

Tablo 2.10: Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranları

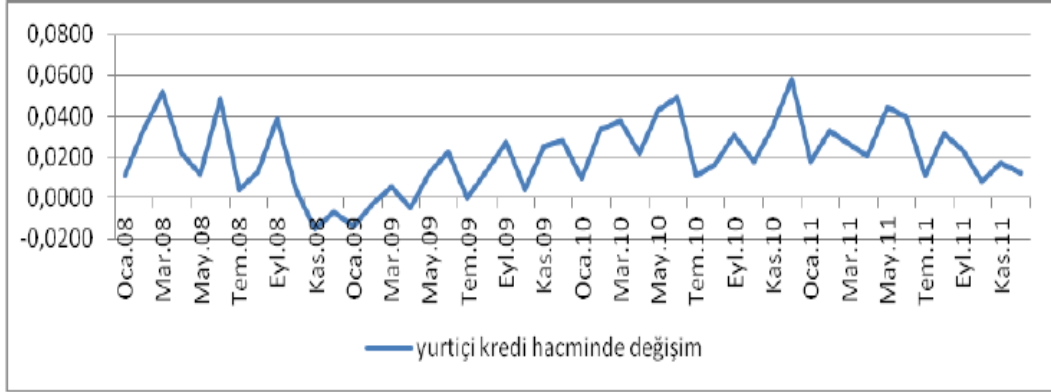
Yıllar		% Oranlar							
2007		6							
2008		6							
2009		5							
2010		6							
Vadesiz, ihbarlı mevduat, özel cari hesaplar	1 aya kadar vadeli mevduat /katılım fonu	3 aya kadar vadeli mev./katılım fonu	6 aya kadar vadeli mev./katılım fonu	1 yıla kadar vadeli mev./katılım fonu	1 yıl ve 1 yıldan uzun vadeli mev./katılım fonu	1 yıla kadar vadeli diğer yükümlülükler	3 yıla kadar vadeli diğer yükümlülükler	3 yıldan uzun vadeli diğer yüküml.	
2010	8	8	7,0	7,0	6,0	5,0	-	8,0	-
2011	11,0	11,0	11,0	8,0	6,0	5,0	11,0	8,0	5,0
2012									
2013	11,5	11,5	11,5	8,5	6,5	5,0	11,5	8,0	5,0
2016	10,5	10,5	10,5	7,5	5,5	4,0	10,5	7,0	4,0

Kaynak: TCMB, Zorunlu Karşılık Oranları (<http://www.tcmb.gov.tr/>)

Bu kapsamda TCMB, zorunlu karşılık oranlarında kademeli artırımlara gitmiş ve Kasım 2010'da TL zorunlu karşılık oranları %6'ya yükseltilmiştir. Ayrıca TL zorunlu karşılıklara faiz ödenmesine son verilerek kredi genişlemesinin sınırlandırılmasına olan destek artırılmıştır. Uzun vadeli TL mevduatlarını teşvik etmek için önce TL zorunlu karşılık oranlarında daha sonra ise ülkeye giriş yapan kısa vadeli yabancı sermayenin vadesinin uzatılması için yabancı para (YP) karşılık oranlarında vadeye göre farklılaştırmaya gidilmiştir (Serel ve Bayır, 2013:67).

Sermaye girişlerinin yoğun olarak yaşandığı dönemlerde kullanılan kredi miktarı artış göstermektedir. Bu durumda kredi hacmini daraltmak isteyen TCMB, zorunlu karşılık oranlarını artırmaktadır. Artan bu oranlar likidite sıkıntısı yaşayan bankaları kredi verme hususunda daha az istekli yapacak ve kredi hacminde daralmalar yaşanacaktır. Grafik 2.4'de kriz sonrası dönemdeki kredi hacmi miktarı gösterilmektedir.

Grafik 2.4: Yurtiçi Kredi Hacmindeki Yüzde Değişim (2008-2011)



Kaynak: Serel ve Bayır, “2008 Finansal Krizinde Para Politikası Uygulamaları: Türkiye Örneği”, Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, 2013, sayı 19, s.73.

2008 Küresel Finans Krizi’nden sonra uygulanan faiz indirimleri gibi politikalar ile kredi hacminde istenen artış elde edilmiş fakat 2010 sonrası artan sermaye akımlarının etkisiyle daha da hızlanan kredilerin ekonomiyi tehlikeye sokmasının önüne geçilmesi için sınırlandırılması kararlaştırılmıştır. Artırılan zorunlu karşılık oranları ile piyasadan çekilen likiditenin TCMB tarafından fonlanarak telafi edilmesinin sınırlandırılması ve zorunlu karşılık politikasının krediler üzerindeki etkisinin artırılması için bu dönemde faiz koridoru yukarı yönlü genişletilerek borç verme faiz oranı artırılmıştır. Böylelikle fonlama maliyetinin artırılması likidite açığı olan finansal kurumları kredi arzı konusunda bir sıkılaşma uygulamaya yönelmiştir (Kara, 2012:13).

Yaşanan küresel kriz ve sonrasında artan sermaye akımları gelişmekte olan ülkeler için kritik olan döviz kuru hareketlerini de (arz-talep koşullarını değiştirerek) önemli ölçüde etkileyebilmektedir. Döviz kuru ise enflasyon ve finansal istikrar üzerinde doğrudan ve dolaylı olarak belirleyici olmaktadır (Cömert ve Türel, 2016:27). Sermaye akımlarının döviz kuru üzerinde yaratabileceği olumsuz etkiye karşılık TCMB yine faiz koridoru uygulamasından yararlanmıştır. 2011 yılının Eylül ayından itibaren ise sermaye girişlerinin yoğun olarak yaşandığı dönemlerde TL’de yaşanabilecek değer kayıplarının önüne geçmek ve döviz rezervlerini artırmak için ROM devreye sokulmuştur. Sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde koridor aşağı yönlü genişletilerek faiz oynaklığı artırılmakta, azaldığı dönemlerde ise yukarı yönlü genişletilerek döviz kuru oynaklığı giderilebilmektedir. Aynı zamanda bu dönemde TL’deki aşırı

değerlenme baskısının giderilmesi için düzenli döviz alım ihaleleri gerçekleştirilmiştir (Duramaz ve Dilber, 2015:34).

2008 yılında ABD mortgage kriziyle başlayan küresel dalgalanma 2011 yılına gelindiğinde yerini küresel borçluluk krizine bırakmıştır. Özellikle batık kurtarma operasyonları, kriz sürecinde gelişmiş ülkelerce uygulanan genişlemeci para politikaları ve verimsizlik sorunları dünya ekonomisinde belirsizliklerin artmasına sebep olmuştur. 2011 yılının üçüncü çeyreğinde, özellikle AB ülkelerinde başlayan borçların sürdürülebilirliğine ilişkin şüpheler dünya ekonomisinde risk ve kaygıları artırmıştır (KTO:1-35).

Küresel risk iştahında meydana gelen bozulmalar sıcak para girişlerinin yavaşlamasına aynı zamanda sermaye çıkışlarının yaşanmasına sebep olmuştur. Bu dönemde TL'deki değerlenme eğiliminde azalma ve kredi büyüme hacminde belirgin yavaşlamalar gözlenmiştir. TCMB, Kasım 2010'da gelişmiş ülkelerde uygulanan genişlemeci politikaların neden olduğu yüksek sermaye girişleri karşısında uyguladığı para politikasını bu kez sermaye çıkışlarının etkilerini sınırlandırmak için 4 Ağustos 2011 tarihinde topladığı PPK'da değiştirmiştir (Varlık, 2014:227). Bu kapsamda Tablo 2.11'de gösterildiği gibi borç alma faizi %1,5'ten %5'e yükseltilecek faiz koridoru daraltılmıştır. Böylece, kısa vadeli faizlerin oynaklığı azaltılarak faiz belirsizliği aktif bir politika aracı olarak kullanılmış ve sermaye hareketlerindeki çıkışın sınırlandırılması amaçlanmıştır. Sermaye çıkışlarının finans piyasasına olan etkilerini sınırlandırmak için piyasaya ihtiyacı olan döviz likiditesi yüklü miktarda yapılan satım ihaleleri ile sağlanmıştır. Aynı zamanda artan belirsizliklerin yurtiçi faaliyetlerde durgunluk yaratması riskine karşılık politika faiz oranında indirime gidilmiş ve 1 hafta vadeli repo ihale faiz oranı %6,25'ten %5,75'e indirilmiştir (Akbakay, 2016:327).

Tablo 2.11: Merkez Bankası Faiz Oranları (%)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Borç Alma	1,5	5,00	5,00	3,50	7,50	7,25	7,25	7,25
Borç Verme	9,00	12,50	9,00	7,75	11,25	10,75	8,50	9,25
Politika Faizi	6,50	5,75	5,50	4,50	8,25	7,50	8,00	-

Kaynak: TCMB, EVDS'den (Elektronik Veri Dağıtım Sistemi) temin edilerek düzenlenmiştir.

Fiyat istikrarının yakalanarak sürdürülmesi amacının yanında 2008 Küresel Finans Krizi ile birlikte finansal istikrarın sağlanması hedefini de gözeterek TCMB, para politikası araçlarını bu yönde aktif olarak kullanmıştır. Tablo 2.12’de görüldüğü üzere 2010 yılında enflasyon oranları hedefin altında gerçekleşmiştir. 2011 yılında ise, özellikle AB ülkelerindeki borçların sürdürülebilirliğine ilişkin belirsizliklerin artması sonucu yaşanan sermaye çıkışları, TL’deki değer kaybı ve emtia fiyatlarındaki artışlar enflasyonun hedefin üzerinde, çift haneli seviyede gerçekleşmesine neden olmuştur. Bu sebeple TCMB 2011 ve 2012 yıllarında finansal riskleri sınırlandırma yoluna giderek enflasyon hedefine odaklanmıştır (Pehlivan, 2015:92).

Tablo 2.12: 2010-2016 Yılları Arası Enflasyon Gelişmeleri (%)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Belirsizlik Aralığı Alt sınır	4,5	3,5	3	3	3	3	3
Belirsizlik Aralığı Üst Sınır	8,5	7,5	7	7	7	7	7
Hedef	6,5	5,5	5	5	5	5	5
Gerçekleşme	6,4	10,4	6,2	7,4	8,2	8,8	8,5

Kaynak: TCMB, EVDS’den (Elektronik Veri Dağıtım Sistemi) temin edilerek düzenlenmiştir.

2010 yılının ortalarında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin TÜFE oranlarında gözlenen artış eğilimi etkisini Türkiye’de de göstermiştir. Yılın sonuna doğru ise alınan ulusal tedbirlerin yanı sıra küresel ölçekteki iktisadi faaliyetin yavaşlayacağı beklentisi ve emtia fiyatlarındaki düşüş enflasyon oranlarının artış hızının gerilemesine imkan sağlamıştır (TCMB, 2011:31).

2010 yılında yeni para politikası kapsamında uygulanan geniş faiz koridoru, yüksek karşılık oranları ve likidite koşullarında sıkılaştırma politikası ile sınırlandırılan kredi hacmi, 2011 yılının ikinci yarısında AB ülkelerinde yaşanan belirsizliklerden etkilenecek yavaşlama eğilimini sürdürmüştür. TCMB, kredi büyümesinin sınırlandırılması yönündeki kararlılığını sonraki yıllarda da devam ettirmiştir. Makro finansal riskleri gözeterek uygulanan esnek para politikası ve kredi maliyetlerini artırıcı tedbirler sayesinde kredi büyümesi finansal istikrarın sağlanması yolunda makul seviyelerde ilerlemektedir (TCMB, 2012:33).

Küresel piyasada olumlu gelişmelerin yaşandığı, ABD ve Japon ekonomilerinin iyileşmeye başladığı ve AB ülkelerinin toparlanma sürecine girdiği 2013 yılında Türkiye, seçim ortamı ve ülke içinde yaşanan siyasi tartışmalar ve kaos ortamı sebebi ile yüksek kur ve enflasyon oranları ile karşı karşıya kalmıştır. Tüketici güveninde siyasi ortamdan kaynaklı yaşanan düşüşler iç talebin canlılığını azaltmıştır. TCMB, bu olumsuz ortamın geçici olduğunu ve ekonominin canlanacağını öngörerek 2014, 2015 ve 2016 yıllarına dair enflasyon hedeflerinde değişikliğe gitmeyerek %5 oranında kalmıştır (Gürsoy, 2015:85).

TCMB, esnek enflasyon hedeflemesini kapsayan 2010-2016 yılları arasındaki dönemde gerek küresel ekonomideki belirsizlikler nedeniyle gerekse enerji, gıda ve emtia fiyatlarındaki artış ve azalışlara bağlı olarak para politikası araçlarını çeşitlendirerek aktif bir şekilde kullanmıştır. Küresel belirsizliklerin arttığı (azaldığı) ve sermaye akımlarının azaldığı (arttığı) dönemlerde koridor daraltılarak (genişletilerek) faiz oynaklığı azaltılmış (artırılmış) ve ek parasal sıkılaştırma uygulamasının yanında döviz alım ihaleleri uygulanmıştır. Böylelikle hem fiyat istikrarı hem de finansal istikrar amaçlarına ulaşılmaya çalışılmıştır. Tablo 2.13'de Enflasyon hedeflemesi sonrasında ekonomik göstergelerde sağlanan iyileşme görülmektedir. Buna rağmen enflasyon için hedeflenen değerlere ulaşılamadığı görülmektedir. Fakat bu enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısızlığının göstergesi olarak değerlendirilmemektedir. Çünkü 90'lı yıllardan enflasyon hedeflemesine geçiş yılı olan 2002 yılına kadar olan dönemde enflasyon oranı sürekli yüksek seviyelerde gerçekleşmiş, enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş ile birlikte tek haneli rakamlara ulaşılmış ve bu durum sürdürülmüştür. Enflasyon hedeflemesinin yanı sıra diğer makroekonomik değişkenlerde istenilen hedeflere tam anlamıyla erişilememesine karşın alınan olumlu sonuçlar rejimin başarısına işaret etmektedir.

Tablo 2.13: Enflasyon Hedeflemesi Sonrası Ekonomik Göstergelerdeki Değişim

Yıllar	Enflasyon Hedefi (%)	Enflasyon Oranı (%)	Büyüme (%)	Kişi Başına Gelir (\$)	Dış Ticaret Hacmi
2002	35,0	29,7	6,2	8667	87612
2004	12,0	9,3	9,4	10165	160706
2006	5,0	9,7	6,9	12897	225110
2008	4,0	10,1	0,7	15021	333990
2009	7,5	6,5	-4,8	14491	243071
2010	6,5	6,4	9,2	16012	299427
2011	5,5	10,4	8,8	17692	375748
2012	5,0	6,2	2,1	18437	389006
2013	5,0	7,4	4,2	19156	403463
2014	5,0	8,2	2,9	19610	399787
2015	5,0	8,8	4		351073
2016	5,0	8,5	2,9		341147

Kaynak: İğdeli ve Sever, “Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Ekonomik Performans: Ülkeler Arası Mukayeseli Analiz”, 2016, Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi, cilt 17, sayı 36, s.127.

2010 yılından itibaren finansal istikrar hedefi çerçevesinde finansal sistemdeki dalgalanma ve istikrarsızlıkların önüne geçmeye çalışan TCMB, fiyat istikrarı konusunda elde ettiği kısmi başarının yanında bu hususta da başarı elde etmiştir (Tatlıyer, 2016:18).

Küresel ekonomide yaşanan dalgalanmalar, emtia fiyatlarındaki iniş çıkışlar ve yurtiçindeki gelişmeler kurları, kredi hacmini ve cari açık gibi finansal göstergeleri kimi zaman olumsuz etkilemesine rağmen kayıpları telafi edici, finansal sistemi destekleyici nitelikteki makro ihtiyati politikalar, maliye politikaları, sıkı parasal duruş ve kredi teşvikleri sayesinde ekonomi kendini toplayabilmiştir. Ayrıca alınan tedbirler ve teşvikler ile kredi kanalının aktif çalışmasının sağlanması yanında para politikasındaki sıkı duruş ile döviz kuru oynaklığı azaltılmış ve finansal istikrarın sağlanması yolundaki riskler minimize edilmiştir (TCMB, 2017:1).

3. TÜRKİYE’DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ SİSTEMİNDE PARASAL AKTARIM MEKANİZMASININ ETKİNLİĞİNİN YAPISAL VAR (SVAR) YÖNTEMİYLE ANALİZİ

Parasal aktarım mekanizması ve aktarım kanallarının etkinliği makro iktisat teorisinin önemli ve temel konularının başında gelmektedir. 1990’lı yıllardan itibaren finansal piyasaların entegrasyonu ve beraberinde ortaya çıkan finansal krizler ve uygulamaya sokulan enflasyon hedeflemesi stratejisi para politikası araçlarının ve dolayısıyla parasal aktarım mekanizması kanallarının önemini arttırmıştır. Bu bağlamda konu ile ilgili teorik ve ampirik çok sayıda çalışma yapılmaktadır.

Bu bölümde dünyada ve Türkiye’de enflasyon hedeflemesi ve parasal aktarım kanallarının işleyişi ile ilgili çalışmaların bulgularına yer verildikten sonra Türkiye’de parasal aktarım kanallarının enflasyonla mücadeledeki etkinliği ekonometrik olarak analiz edilmektedir. İzleyen kısımda enflasyon hedeflemesi ve parasal aktarım kanallarına ilişkin yapılan çalışmaların ampirik bulgularına değinilmiştir.

3.1. Enflasyon Hedeflemesine İlişkin Literatür Taraması

1990’lı yıllarda uygulanmaya başlayan enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı sonuçlar vermesi uygulamaya ilişkin ilgiyi ve yapılan çalışmaları arttırmıştır.

Petursson (2005) çalışmasında enflasyon hedeflemesi politikasına geçen ülkelerin enflasyon hedeflemesi öncesi ve sonrası ekonomik performanslarını incelemiştir. Bu incelemeyi yaparken enflasyon hedeflemesinin enflasyon oranları, büyüme ve ticaret dengesi, faiz oranları ve döviz kurları ile toplam uzun dönem etkilerini karşılaştırmıştır. Karşılaştırmalar sonucunda; enflasyon oranlarının düştüğü, oranlardaki dalgalanmaların azaldığı, birkaç ülkede enflasyon oranlarının düşmesine karşılık büyüme oranının da bir miktar düşüş gösterdiği, faiz oranlarının düştüğü gözlenmiş ve bunun ışığında enflasyon hedeflemesi rejiminin başarı sağladığı belirtilmiştir.

Filho (2008) ise çalışmasında Brezilya'nın 1999-2006 yılları arasındaki enflasyon hedeflemesi deneyimini incelemiştir. Çalışmada sunulan veriler, enflasyon hedeflemesinin 1999 ve 2002 yıllarındaki döviz krizlerinden sonra Brezilya'da enflasyonu düşürmeyi başardığını ve bu durumda döviz kuru değerlenmesinin önemli katkısının olduğunu göstermiştir. Ayrıca, Brezilya'da enflasyon hedeflemesi altında ekonomik büyümenin döviz kuru hedeflemesinden daha yavaş ancak düşük bir oynaklık ve belirgin bir artış eğilimi içinde gerçekleştiği görülmüştür. Aynı zamanda enflasyon hedeflemesi ile birlikte ekonominin reel faiz oranlarının düşmesi ve Brezilya GSYİH artış oranının dünya ortalamaları üzerinde gerçekleşmesi rejimin başarısına kanıt göstergeler olarak sunulmuştur.

Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasına bağlı olarak politikanın enflasyon ve büyüme üzerindeki değişimlerinin analizini yapan Kovalchuk (2012) bu çalışmada enflasyon hedeflemesine geçmiş 22 ülke ile enflasyon hedeflemesini benimsememiş 128 ülkeyi makro verilerini karşılaştırarak incelemiştir. Bu veriler reel GSYİH, TÜFE, kamu borcu, döviz kuru, İthalat-ihracattan oluşmaktadır. Araştırma dönemi olarak 1984-2011 yılları arası seçilmiş ve panel veri yöntemi uygulanmıştır. Elde edilen bulgular, uygulanan enflasyon hedeflemesi rejiminin enflasyon ve büyümenin değişkenliği üzerinde önemli etkisinin olduğunu göstermiş fakat net bir etkinin varlığı tespit edilememiştir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin etkilerini Türkiye için analiz eden Yiğit (2009) çalışmasında VAR modelini kullanmıştır. Çalışmada ayrıca değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığı eş bütünleşme analizi ile test edilmiştir. TEFE, döviz kuru, para stoku ve iç borç stoku verileri kullanılarak yapılan analiz sonucunda enflasyon ile değişkenler arasında uzun dönemli ve pozitif yönde bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Genç ve Balcılar (2010), çalışmalarında 2001 yılında geleneksel politikanın başarısızlığından sonra enflasyon hedeflemesini para politikası çerçevesi olarak benimseyen Türkiye'yi ele almıştır. Enflasyon hedeflemesi öncesi ve sonrası

gerçekleşen enflasyon oranları ile tahmin edilen oranlar karşılaştırılarak enflasyon hedeflemesi rejiminin etkinliği nicel olarak incelenmiştir. Ayrıca enflasyon hedeflemesinin benimsenmesinden sonra yapısal bir değişim olasılığı da incelenmiştir. Araştırma için 1994:01- 2006:12 dönemi seçilmiştir. Bu dönem, Türkiye’de enflasyon hedeflemesinin uygulanmasından önceki dönem (1994:01-2005:12) ve enflasyon hedeflemesi dönemi (2006:01-2006:12) olarak iki alt döneme ayrılmıştır. Türkiye’de enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya başlamasıyla birlikte enflasyonda yapısal bir kırılma bulunamamıştır. Enflasyon hedeflemesinin kabul edilmemesi halinde gözlemlenen enflasyon seviyelerinin tahmin edilen enflasyon seviyesinden farklı olmayacağı görülmüştür. Diğer bir ifadeyle, Türkiye’de kronik enflasyonun düşürülmesindeki başarı, enflasyonun para otoriteleri tarafından vaat edilen seviyelerde tutulamamasının sonucu olarak “başarısızlık” halini almıştır.

Ermişoğlu (2011) çalışmasında Türkiye’de enflasyon hedeflemesinin performansını enflasyon öncesi ve sonrası dönemler şeklinde karşılaştırarak analiz etmiştir. Enflasyon hedeflemesi öncesi dönem olarak 1982-2005 yılları arası, enflasyon hedeflemesi dönemi olarak ise 2006-2010 yılları arası kabul edilmiştir. Çalışmada enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyonun seviyesi ve oynaklığında bir değişiklik olup olmadığı incelenmiş, ardından zaman serisi modelleriyle bu dönemde enflasyon sürekliliğinde ve enflasyonist şokların seviyesinde bir değişiklik olup olmadığı araştırılmıştır. Bu analizler sonucunda, enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon seviyesi ve oynaklığının yanı sıra enflasyon sürekliliğinin de azaldığı tespit edilmiştir. Aynı zamanda, enflasyon hedeflemesiyle birlikte enflasyon beklentilerinin oluşumunda değişiklik olup olmadığı incelenmiş ve enflasyon hedeflemesi döneminde beklentilerin enflasyon gerçekleşmelerine hassasiyetinin azaldığı görülmüştür. Elde edilen bulgular, Türkiye’de enflasyon hedeflemesinin enflasyon performansına olumlu katkı yaptığını ve 2010 yılına kadar başarı ile uygulandığını göstermiştir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisini alternatif para politikası olarak Türkiye için inceleyen Ceylan (2013) çalışmasında enflasyon hedeflemesi stratejisinin makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisini analiz etmiştir. 1990:01-2012:06

dönemini kapsayan ve aylık veriler kullanılarak VAR modelleri çerçevesinde yapılan analiz için TÜFE, sanayi üretim artışı ve gecelik faiz oranı değişken olarak seçilmiştir. Elde edilen bulgular sonucu, enflasyon hedeflemesi öncesi dönemde para politikasındaki bir şok (faiz artışı gibi) enflasyon oranında artışa yol açarken, enflasyon hedeflemesi sonrası dönemde para politikasındaki şoka enflasyon oranının ve sanayi üretiminin verdiği tepkinin istatistiksel olarak anlamsız olduğu ortaya konmuştur.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin çeşitli ülkelerdeki sonuçlarını teorik olarak inceleyen Pehlivan (2015) enflasyon hedeflemesi stratejisinin Türkiye'deki başarısını da dönemler arası verileri kullanarak değerlendirmiştir. Yapılan incelemeler, Türkiye'nin örtük enflasyon döneminde başarılı sonuçlar elde ettiğini göstermiştir. Hedefleme öncesi yüksek olan enflasyon oranı tek haneli seviyelere düşürülmüştür. Örtük enflasyon hedeflemesi sürecinde elde edilen başarı, çeşitli sebeplerle, özellikle dış şoklar sebebiyle açık enflasyon hedeflemesi sürecinde tekrar edilememiştir. Bu olumsuz gelişmelere karşı yapısal reformların gerçekleştirilmesi, ekonominin kırılabilirliğinin azalması ve Türkiye'nin dış şoklara karşı esnek davranabilme kabiliyeti kazanması enflasyon hedeflemesinin başarısına bir kanıt olmaktadır.

Akbakay (2016) çalışmasında Türkiye'de uygulanan enflasyon hedeflemesi rejiminin makroekonomik performans üzerindeki etkilerini analiz etmiştir. Regresyon analizi sonucu elde edilen bulgular, Türkiye'de enflasyon hedeflemesinin fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerinde olumlu etkisinin olduğunu fakat büyüme üzerinde önemli bir etkisinin olmadığını göstermiştir.

Doğan ve Kılıçoğlu (2014) çalışmalarında Türkiye'de dezenflasyon sürecinin yaşandığı 2005-2013 döneminde enflasyon oranı ile sanayi üretim endeksi arasındaki ilişkiyi Yapısal VAR yöntemi ile analiz etmişlerdir. Çalışmada bir standart sapmalı parasal şok karşısında sağlanan 1 puanlık enflasyon düşüşünün sanayi üretim endeksi miktarında 0.88 puanlık azalmaya neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır

Rondina (2016), yapısal VAR modelini kullanarak Kanada’da enflasyon hedeflemesi ile birlikte makro politikadaki ve beklentilerdeki değişikliklerin etkisini inceleyen bir çalışma yapmıştır. Ocak 1981- Aralık 2008 yılları arasında aylık veriler kullanılarak yapılan çalışmada enflasyon hedeflemesi rejimi ile para politikası şoklarının volatilitiyi etkileyebileceği diğer yapısal şokların volatilitiyi üzerinde bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

3.2. Parasal Aktarım Mekanizmasına İlişkin Literatür Taraması

Parasal aktarım mekanizmasının etkinliğinin analiz edildiği çalışmalardan Camarero, Ordonez ve Tamarit (2002) İspanya’da para politikası kanallarının etkinliğini yapısal VAR yaklaşımı ile analiz etmişlerdir. Çalışmada kullanılan değişkenler; reel sanayi üretimi, İspanya tüketici fiyat endeksi, para miktarı, on yıl vadeli devlet tahvil getirisi, bankalararası faiz oranı ve döviz kurlarıdır. Sonuçlara göre, parasal bir daralma fiyat seviyesinde zayıf bir düşüşe ve aynı zamanda kısa ve uzun vadeli faiz oranlarında artışa, toplam üretimde düşüşe ve döviz kurunda değer artışına neden olmaktadır. Sonuç olarak elde edilen bulgular para politikası aktarım kanallarından faiz oranı ve döviz kuru kanalını desteklemektedir.

Iwata ve Wu (2006), doğrusal olmayan yapısal VAR yaklaşımı kullanarak, dışsal para politikası şoklarının, nominal faiz oranlarına etkisini sıfır alt sınır kısıtlamasının varlığında tahmin etmeye çalışmışlardır. Modelde toptan eşya fiyat endeksi, sanayi üretimi, bankalar arası arama oranı ve yıllık büyüme oranına ilişkin değişkenler kullanılmıştır. Çalışmada faiz oranlarının sıfır olduğu durumda merkez bankasının faiz oranı hedeflemesine devam etmesinin, dışsal şokların para politikası ve çıktı üzerindeki etkilerini yarıya düşürdüğü tespit edilmiştir. Ayrıca nominal faiz oranı sıfır düzeyindeyken dahi para politikası şoklarının reel ekonomiyi etkilemeye devam ettiği sonucuna ulaşılmıştır.

Cornel ve Camelia (2009) çalışmalarında Merkezi ve Doğu Avrupa ülkelerinde parasal aktarım mekanizması kanallarının etkinliğini Yapısal VAR yöntemi ile analiz etmişlerdir. Çalışmada yapılan etki tepki ve varyans ayrıştırması sonuçlarına göre kredi kanalının zayıf, faiz oranı ve döviz kuru kanalının etkin olduğu belirtilmektedir. Vinayagathan (2013) ise yapısal VAR

modelini kullandığı çalışmasında Sri Lanka ekonomisinde faiz oranı kanalının kredi kanalı ve döviz kuru kanalının göre daha etkin olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Cevik ve Teksöz (2012) çalışmalarında Körfezdeki Arap ülkelerinde parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini Yapısal VAR yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. Çalışmanın sonuçlarında faiz oranı ve banka kredi kanalının toplam talep ve tüketici fiyat enflasyonu üzerinde etkin olduğu döviz kuru kanalının ise etkin olmadığı belirtilmektedir.

Türkiye’de 2005:01-2013:07 döneminde parasal aktarım mekanizmasının işleyini inceleyen Akbaş, Zeren ve Özekicioğlu (2013), çalışmada faiz ve döviz şoklarının sanayi üretimi üzerindeki etkisini yapısal VAR kullanarak test etmişlerdir. Yapısal VAR analizi sonucunda kısa dönemde parasal aktarım mekanizmasının işlediği sonucuna ulaşılmıştır. Dolayısıyla, Türkiye’de faiz ve döviz kuru şoklarının sanayi üretimi üzerinde kısa dönemde etkili olduğu görülmektedir.

TCMB’nin 2008 Küresel Finans Krizi sonrasında uygulamaya koyduğu yeni politika stratejilerinden biri olan faiz koridorunun hisse senedi ve döviz kuru üzerinde nasıl bir etkide bulunduğu Tetik ve Ceylan (2015) tarafından incelenmiştir. Çalışma, faiz koridoru öncesi ve sonrası şeklinde iki kısma ayrılmıştır. Hisse senedi ve döviz kuru üzerindeki etki yapısal VAR modeli çerçevesinde incelenmiştir. Modelde kullanılan değişkenler: gecelik repo-ters repo ağırlıklı ortalama basit faiz oranı, hisse senedi fiyatları ve döviz kuru şeklindedir. Bulgulara göre, faiz koridoru stratejisi nedeniyle politika faizindeki bir değişim, hisse senedi fiyatları ve döviz kuru üzerinde daha uzun süreli bir etkide bulunmakta ve böylece spekülasyon sermaye girişlerini caydırmaktadır.

Göktaş (2010), çalışmasında enflasyon hedeflemesi uygulanan dönemde Türkiye için parasal aktarım kanallarının işleyişini test etmiştir. Bunun için enflasyon hedeflemesi stratejisinin başlangıç tarihi olan Ocak 2002 ile Şubat 2010 arasındaki dönem seçilmiştir. Türkiye’de döviz kuru, faiz oranı ve kredi kanalının işleyişinin analizi yapısal VAR modeli ile yapılmıştır. Sonuçlar, döviz kuru kanalının hem fiyatlar hem de üretim üzerinde etkili olduğunu, faiz oranlarının

üretim üzerinde ve para arzının ise enflasyon üzerinde etkili olduğunu göstermiştir.

Yiğit ve Gökçe (2012) çalışmalarında Yapısal VAR yöntemini kullanarak Türkiye ekonomisi için çekirdek enflasyon tahmininde bulunmuş ve enflasyon ile ithalat fiyatları ve reel üretim arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Etki Tepki analizi ve Varyans Ayırıştırması sonuçlarına göre Türkiye’de talep artışı ve ithalat fiyatlarındaki yükselme enflasyonu arttırmaktadır. Ayrıca çalışmada arzdaki pozitif şokların enflasyonu gecikmeli olarak düşürdüğü ve talep şoklarının TÜFE’deki değişimin temel nedeni olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Smets ve Wouters (1999) Almanya ekonomisinde döviz kuru kanalının işlevliliğini incelediği çalışmalarında VAR modelini kullanmışlardır. Çalışmada VAR modeline dahil edilen değişkenler dört gruba ayrılmıştır. Birinci grup ABD reel GSYİH ve ABD federal fon oranından oluşmaktadır. Bu değişkenler, dünya ekonomik ve mali koşullarını yakalamak ve Almanya gibi açık bir ekonomi üzerinde önemli etkilere sahip olduğu için dahil edilmiştir. İkinci grup değişkenler merkez bankasının iki hedef değişkeninden oluşmaktadır: Alman reel GSYİH ile Alman tüketici fiyat endeksi (TÜFE). Üçüncü grup, açık bir ekonomide para politikasının duruşunu belirleyen iki finansal değişkeni içermektedir: Alman günlük döviz kuru oranı ve Alman parası ağırlıklı reel ticaret. Son olarak ise, politika şoklarına verilen cevabı analiz etmek için VAR’da yer alan diğer değişkenler bulunmaktadır: Reel net ihracat, ithalat ve ihracat fiyatları. Sonuçların iki özelliğine vurgu yapılmıştır. Bir politika şokunun döviz kuru üzerindeki etkisi, politikanın fiyatlara geçiş sürecini hızlandırmakta ve GSYH’nin çeşitli bileşenlerinin farkı bir tepki vermesine yol açmaktadır. Tanımlanmış VAR modeli, parasal sıkılaştırmanın döviz kuru üzerinde güçlü ve uzun süreli değerlendirmelere yol açtığını göstererek bu kanalın etkin çalıştığını ortaya koymuştur.

Ahmed ve Islam (2004) çalışmalarında 1990’lı yılların başında başlatılan Mali Sektör Reform Programı kapsamında Bangladeş finansal sisteminde yapılan yasal, kurumsal ve politika değişikliklerinden yola çıkmış ve banka kredileri ve

döviz kuru kanallarının etkin çalışıp çalışmadığı ve para politikası değişikliklerinin toplam çıktı ve fiyatları ne şekilde etkilediğini araştırmışlardır. Temmuz-Eylül 1979 ile Nisan-Haziran 2005 dönemleri için üç aylık veriler kullanılarak VAR yaklaşımıyla ampirik bulgular değerlendirilmiştir. Bangladeş'te parasal aktarım kanallarından olan banka kredileri ve döviz kuru kanalının varlığına ilişkin kurulan bu VAR modellerinde; rezerv para, özel sektör ödemesi, TÜFE, reel GSYİH, toplam mevduat, nominal döviz kuru, ihracat ve ithalat gibi değişkenler kullanılarak analiz gerçekleştirilmiştir. Analiz sonuçları, tam örneklem dönemi ve alt örneklem dönemi (Ocak-Mart 1990 ile Nisan-Haziran 2005) için Bangladeş'te hem banka kredileri hem de döviz kuru kanalının zayıf varlığına işaret etmektedir. Bu bulgular para politikasının işleyişi açısından önemli etkilere sahiptir. Özellikle, ekonomideki parasal aktarımın farklı aktif kanallarını bilmek para otoritesine mevcut rejime göre kendi amaçlarına uygun para politikası oluşturarak uygulama imkanı sağlamaktadır.

Fas ve Tunus'ta parasal aktarım mekanizmalarını tanımlamak, karşılaştırmak yoluyla para politikası şoklarının yayılmasını analiz etmeyi amaçlayan Boughrara (2009) çalışmasında VAR modelini kullanmıştır. Model için kullanılan değişkenler üç türe ayrılmıştır. Birincisi, kısa vadeli para piyasası oranı ile temsil edilen politika değişkenleridir. İkinci değişken kümesi de nominal efektif döviz kuru, kredi miktarı ve hisse senedi piyasası dinamiklerinden oluşmaktadır. Son olarak sanayi üretim endeksi, reel GSYİH ve TÜFE hedef değişkenler arasına dahil edilmiştir. Çalışmada döviz kuru kanalı, varlık fiyatları kanalı, geleneksel para kanalı ve borç verme kanalı ele alınmıştır. Çalışmanın ampirik bulgularına göre döviz kuru kanalı ve varlık fiyatları kanalı etkin değildir. çalışmanın bir diğer sonucu ise borç verme kanalının Tunus'ta etkin çalıştığı yönündedir. Daha spesifik olarak elde edilen sonuçlar borç verme kanalının geleneksel faiz kanalından daha güçlü ve baskın olduğuna işaret etmektedir. Son olarak ise, borç verme kanalının Fas ekonomisinde etkin olduğu ancak etkilerinin Tunus'a göre daha zayıf olduğu belirtilmektedir.

Mishra vd. (2010) çalışmalarında düşük gelirli ülkelerdeki parasal aktarım mekanizmasının işlerliğini karşılaştıran bir literatür taraması yapmışlardır. Düşük

gelirli ülkelerde farklı çalışabilecek aktarım kanallarının özelliklerini tanımlamak için gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalardaki parasal aktarım bu çalışmada bir kıyas olarak kullanılmıştır. Özellikle finansal piyasa yapısının parasal aktarım mekanizması üzerindeki etkisine odaklanılmıştır. Buna göre, düşük gelirli ülkelerde yaygın olan zayıf kurumsal çerçeve, menkul kıymet piyasalarının rolünü önemli ölçüde azaltmakta ve banka kredilerinin özel firmalara maliyetini artırmaktadır. Bu durum bankacılık sektöründeki eksik rekabetle birleştiğinde kronik olarak fazla rezerve sahip bankaların yurtiçi tahvillere veya (mümkün olduğunca) yabancı tahvillere yatırım yapması anlamına gelmektedir. Mali kaynaklara düzgün bir şekilde aracılık edemeyen finansal sistem geleneksel aktarım kanallarını (faiz oranı, banka kredileri ve varlık fiyatı kanalı) zayıflatmıştır. Diğer yandan, döviz kuru kanalı da merkez bankalarının döviz piyasasına müdahale etmesi ile zayıf kalmaktadır.

Finansal kriz dönemlerinde ABD’de bir para politikası genişlemesinin etkilerini araştıran Dahlhaus (2012) çalışmasında devletler arasındaki geçişin finansal durum endeksine bağlı olduğu Yumuşak Geçiş Faktör Modeli tanıtarak gerçekleştirmiştir. 108 ABD makroekonomik ve finansal zaman serisini içeren 1970:01-2009:02 dönemine ait üçer aylık veri kümesi kullanılarak yapılan analizde, parasal genişlemenin finansal krizler sırasında tüketim ve yatırım gibi makroekonomik değişkenler üzerinde normal zamanlardan daha güçlü ve kalıcı etkilerde bulunduğu görülmüştür. Dönemler arasındaki bu farklılığın sebebi olarak kredi kanalının doğrusal olmayan etkilerinden kaynaklandığı analiz sonucunda orta çıkmıştır.

Omolode ve Ngalawa (2016), Afrika’daki petrol üreten ekonomilerdeki üretim artışı ile para politikası aktarım mekanizması arasındaki ilişkinin doğasını belirlemede döviz kuru rejimlerinin rolünü incelemek amacıyla bir çalışma yapmıştır. Çalışma için farklı döviz kuru rejimi uygulayan petrol ihracatçısı olan Nijerya ve Libya tercih edilmiştir. Nijerya net petrol ihracatçısı olarak esnek döviz kuru uygularken, Libya sabit döviz kuru sistemini uygulamaktadır. Analiz, Yapısal VAR yaklaşımı (SVAR) kullanılarak yapılmıştır. Elde edilen bulgular, döviz kuru rejiminin, petrol ihracat eden iki ülkenin para politikası aktarım

mekanizması ve üretimde çıktı büyümesi üzerinde etkili olduğunu ve döviz kuru kanalının etkin çalıştığını göstermektedir.

Mukhtarov vd. (2016) çalışmalarında Azerbaycan ekonomisinde parasal aktarım kanallarının çalışma durumunu ve bu kanalların üretim-fiyat seviyelerini nasıl etkilediğini incelemiştir. Analiz için 2001:01-2014:03 dönemlerini kapsayan üçer aylık veriler seçilerek kısa ve uzun dönem ilişkilerin yansıtılması için Vektör Hata Düzeltme Modeli kullanılmıştır. Modelde kullanılan veriler reel GSYİH, TÜFE, para arzı, kredi faizleri, toplam krediler ve toplam mevduattan oluşmaktadır. Bankaların ağırlıklı paya sahip olması, banka dışı aracı kurumların gelişme göstermemesi risk karşısında türev ürünlerin fazla olmaması, sabit döviz kurunun uygulanması ve Azerbaycan'ın dışa açık petrol satan küçük bir ekonomi özelliklerini taşıması gibi nedenlere bağlı olarak kredi ve faiz oranı kanalının etkinliği analiz sonucunda tespit edilmiştir.

Variçli (2011) çalışmasında, Türkiye ekonomisinde para politikası uygulamaları ile banka kredileri ve reel sektör arasındaki ilişkiyi hem teorik hem de ampirik açıdan araştırmıştır. Teorik incelemede banka kredi kanalının işleyişi için gerekli koşullar çerçevesinde Türkiye ekonomisinin 1995:01-2009:12 dönemine ait makro veriler yorumlanmış ve ardından aynı dönem için etkin bir banka kredi kanalının varlığı Vektör Hata Düzeltme Modeli kullanılarak test edilmiştir. Model için; fiyatlar, gelir, reel kur, bankaların toplam mevduat kıymet stoku, bankaların toplam kredileri, bankaların toplam mevduatları ve gecelik faiz oranları gibi değişkenler tercih edilmiştir. Elde edilen sonuçlar Türkiye'de etkin bir banka kredi kanalının varlığına işaret etmektedir.

Para politikası kararlarının ekonomiyi etkileme süreci olan parasal aktarım mekanizması, genelde faiz oranı kanalı ile ekonomi üzerinde etkili olmaktadır. Dolayısıyla para otoriteleri belirlenen para politikası rejiminde parasal büyüklükler ve faiz oranı arasındaki ilişkinin nasıl çalıştığını ve bu ilişkiyi etkileyen unsurların neler olduğunu bilmek durumundadır. Buradan hareketle Doğan (2012), Türkiye'de parasal aktarım mekanizması açısından faiz oranı kanalını analiz kapsamına almıştır. 2001:01-2011:03 dönemlerini içeren üçer

aylık veriler kullanılarak VAR modeliyle yapılan ampirik analiz sonuçları, Türkiye’de geleneksel aktarım mekanizmasının çalıştığı yönünde kanıtlar sunmaktadır.

Banka kredi kanalının Türkiye için işleyişini analiz eden Taş vd. (2012), VAR yöntemiyle banka kredi kanalının geçerliliğini 1990:01-2010:04 döneminde ait makro veriler kullanarak incelemiştir. VAR modeli oluşturularak etki-tepki fonksiyonları dayalı sonuçlara ulaşılmış ve Türkiye’de banka kredi kanalının kısmen işlediğine dair bulgular elde edilmiştir.

Cambazoğlu ve Karaalp (2012) çalışmalarında esnek döviz kuru rejimini benimseyen Türkiye’de parasal aktarım mekanizması döviz kuru kanalının toplam çıktı ve özellikle fiyatlar düzeyi üzerindeki etkinliğini incelemiştir. VAR tahmin modelleri çerçevesinde 2003:01-2010:08 dönemi için kısa vadeli faiz oranı, reel efektif döviz kuru, net ihracat hacmi, tüketici fiyat endeksi ve sanayi üretim endeksi verileri kullanılarak yapılan analiz sonucunda, faiz kanalı etkilerini içeren döviz kuru kanalının Türkiye’de etkin olarak çalıştığı gözlenmiştir.

Özdemir (2012)’in çalışmasında parasal aktarım mekanizmasında banka kredi kanalının etkinliği VAR modeli ve eş bütünleşme analizi ile incelenmiştir. Öncelikle parasal şokların krediler, mevduat ve menkul kıymetler olmak üzere çeşitli bankacılık sektörü büyüklükleri üzerindeki etkileri toplulaştırılmış veriler üzerinden analiz edilmiş ve bu kanal üzerinden para politikasının reel ekonomik faaliyet ve fiyatlar üzerindeki etkileri değerlendirilmiştir. İkinci olarak ise banka kredi kanalının etkinliği yine eş bütünleşme analizine dayanılarak yapısal bir VAR modeli çerçevesinde banka kredi arzı ve kredi talebi fonksiyonlarının belirlenmesine yönelik bir strateji izlenerek değerlendirilmiştir. Bu analiz, Türkiye için 2002:12-2012:06 dönemini kapsayacak şekilde yapılmıştır. Analiz sonucunda elde edilen bulgular, banka kredi kanalının para politikası aktarımında sınırlı bir role sahip olduğunu göstermiştir.

Para politikası değişikliklerinin kredi piyasasını ne şekilde etkilediğini inceleyen Çakır (2012), Türkiye’deki krediler ile makroekonomik veriler arasındaki ilişkiyi VAR yöntemini kullanarak ve hedef değişken olarak reel

ekonomiyi temsil eden sanayi üretim endeksi ve toptan eşya fiyat endeksini alarak analiz yapmıştır. Yapılan analiz sonuçlarından elde edilen bulgular, Türkiye’de kredi kanalın etkin işlemediğini ortaya çıkarmıştır. Bankaların daraltıcı para politikası sonrasında mevduat dışı kaynaklardan fon sağlayarak kredi vermeyi sürdürdükleri ve kredilerde herhangi bir daralmanın gerçekleşmediği gözlenmiştir.

Katı (2014) çalışmasında Türkiye için aktarım kanallarının etkinliğini araştırmıştır. Bu kapsamda, öncelikle parasal aktarım kanallarının işleyişi teorik olarak verilmiş daha sonra ise Türkiye’de bu kanalların işleyişinin etkin olup olmadığı VAR modeli ile analiz edilmiştir. Elde edilen sonuçlar, aktarım kanallarının teoriyle uyumlu olduğunu ve hepsinin Türkiye’de etkin çalıştığını göstermiştir.

Bakan ve Akçacı (2015) çalışmalarında diğer çalışmalardan farklı olarak beklenti kanalının Türkiye ekonomisi için geçerli olup olmadığını test etmişlerdir. Çalışmada, 2007:01-2014:01 dönemi için aylık olarak elde edilen rezerv para, reel kesim güven endeksi ve sanayi üretim endeksine ilişkin seriler arasındaki nedensellik ilişkisi Toda-Yamamoto nedensellik analizi ile test edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, para miktarının artmasıyla sağlanan likidite ve buna bağlı olarak olumlu yönde etkilenen reel kesim güven endeksi sanayinin yatırım ve üretim seviyesini pozitif yönde etkilemektedir. Buna bağlı olarak beklenti kanalının Türkiye ekonomisi için etkin çalıştığı sonucu elde edilmiştir.

Tay Bayramoğlu ve Allen (2017) çalışmalarında Türkiye’de 2003-2015 döneminde enflasyonun dinamiklerini ve parasal aktarım mekanizmasının işlerliğini uzun dönem için Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif (ARDL Autoregressive Distributed Lag) Sınır Testi koentegrasyon yöntemini, kısa dönem için ise VAR yöntemini kullanarak analiz etmişlerdir. VAR modeline dayalı olarak elde edilen etki tepki fonksiyonlarına göre Türkiye’de enflasyon, kısa dönemde döviz kuru, faiz oranı ve büyümeden etkilenmektedir. ARDL koentegrasyon sonuçlarına göre ise uzun dönemde faiz oranı ve kredi genişlemesi enflasyon üzerinde etkide bulunmaktadır. Çalışmada parasal aktarım

kanallarından faiz oranı kanalı ve kredi kanalının Türkiye’de etkin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

3.3. VAR ve Yapısal VAR (SVAR) Yöntemleri

A. Sims (1980) tarafından geliştirilen Vektör Otoregresif (VAR) modelleri karmaşık ve birbirleri ile karşılıklı etkileşim içerisinde olan makro ekonomik değişkenler arasındaki ilişkilerin incelenmesinde kullanılan eşanlı denklem sistemidir. Değişkenler arasındaki etkileşime bağlı olarak tüm değişkenlerin içsel olarak kabul edildiği VAR modellerinde rassal şokların değişkenler sistemine olan dinamik etkisi analiz edilmektedir. Modelde her bir değişken kendi ve diğer değişkenlerin gecikmeli değerlerinin bir fonksiyonu olarak yazılmaktadır.

Y_t ve Z_t gibi İki değişkenli standart bir gecikmeli VAR(1) modeli aşağıdaki şekilde gösterilmektedir (Gujarati, 2006:752-753):

$$y_t = b_{10} - b_{12}z_t + c_{11}y_{t-1} + c_{12}z_{t-1} + \varepsilon_{yt} \quad (3.1)$$

$$z_t = b_{20} - b_{21}y_t + c_{21}y_{t-1} + c_{22}z_{t-1} + \varepsilon_{zt} \quad (3.2)$$

$$\varepsilon_{it} \square i.i.d(0, \sigma_{\varepsilon_i}^2) \quad \text{ve} \quad \text{cov}(\varepsilon_y, \varepsilon_z) = 0 \text{ 'dir.}$$

İki değişkenli VAR modeli matris formunda ise aşağıdaki şekilde yazılabilir.

$$\begin{bmatrix} 1 & b_{12} \\ b_{21} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} b_{10} \\ b_{20} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} c_{11} & c_{12} \\ c_{21} & c_{22} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_{t-1} \\ z_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{yt} \\ \varepsilon_{zt} \end{bmatrix} \quad (3.3)$$

VAR modelinde hataların kendi gecikmeli değerleriyle ilişkisiz olması varsayımı, modele herhangi bir kısıt getirmemektedir. Çünkü değişkenlerin gecikme uzunluğunun artırılmasıyla otokorelasyon sorunu giderilebilmektedir. Ayrıca, hata terimleri modelin sağındaki tüm değişkenlerle ilişkisizdir. Modelin sağ tarafında, sadece içsel değişkenlerin gecikmeli değerleri yer aldığı için,

eşanlılık problemiyle karşılaşılmamaktadır. Bu durumda, modeldeki her bir denklem klasik en küçük kareler yöntemiyle tahmin edilebilmektedir.

VAR modeli iktisadi bir teoriye dayanmaksızın değişkenler arasındaki ilişkiyi ortaya koyan bir modeldir. VAR modelinin bu eksikliği üzerine Sim (1986) ve Bernanke (1986) tarafından iktisadi teoriye dayanan kısıtların kullanıldığı ve yapısal şokların analiz edildiği Yapısal VAR (Structural VAR, SVAR) yaklaşımı geliştirilmiştir.

İçsel ya da dışsal değişken ayrımı yapılmadan bütün değişkenler içsel kabul edildiği için, VAR modeli kurulurken iktisat teorisinin öne sürdüğü varsayımlara ya da kısıtlamalara modelde yer verilmediğinden tahminlerin yorumlanması aşamasında güçlüklerle karşılaşmaktadır (Güneş vd., 2013:7). SVAR modellerinin gelişimi bu sorunların çözümüne yönelik olarak oluşturulmuştur. SVAR modeli değişkenlerdeki şokların etkilerini belirlemek için yeterli kısıtların belirlenmesinin sonucunda oluşturulan bir modeldir.

SVAR modelinin anlaşılması için ilk olarak bir gecikmeli n tane değişkenli VAR modelinin hata terimleri ile yapısal şoklar arasındaki ilişki eşitlik (3.4)'de olduğu gibi yazılır (Enders, 2010:325-329):

$$\begin{bmatrix} 1 & b_{12} & b_{13} & \dots & b_{1n} \\ b_{21} & 1 & b_{23} & \dots & b_{2n} \\ \dots & \dots & \dots & \dots & \dots \\ b_{n1} & b_{n2} & b_{n3} & \dots & b_{nn} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} x_{1t} \\ x_{2t} \\ \dots \\ x_{nt} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} b_{10} \\ b_{20} \\ \dots \\ b_{n0} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \gamma_{11} & \gamma_{12} & \gamma_{13} & \dots & \gamma_{1n} \\ \gamma_{21} & \gamma_{22} & \gamma_{23} & \dots & \gamma_{2n} \\ \dots & \dots & \dots & \dots & \dots \\ \gamma_{n1} & \gamma_{n2} & \gamma_{n3} & \dots & \gamma_{nn} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} x_{1t-1} \\ x_{2t-1} \\ \dots \\ x_{nt-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \\ \dots \\ \varepsilon_{nt} \end{bmatrix} \quad (3.4)$$

Daha basit olarak kapalı formda eşitlik (3.5)'deki gibi yazılabilir:

$$Bx_t = \Gamma_0 + \Gamma_1 X_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.5)$$

Denklemin her iki tarafını B^{-1} ile çarpıldığında X_t serisinin kapalı formdaki gösterimi Eşitlik (3.6)'da, matris formu ise Eşitlik (3.7)'de gösterilmektedir:

$$B^{-1}BX_t = B^{-1}\Gamma_0 + B^{-1}\Gamma_1 X_{t-1} + B^{-1}\varepsilon_t \quad (3.6)$$

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 & -b_{12} \\ -b_{21} & 1 \end{bmatrix}^{-1} x \begin{bmatrix} b_{10} \\ b_{20} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} 1 & -b_{12} \\ -b_{21} & 1 \end{bmatrix}^{-1} x \begin{bmatrix} 0 & b_{12} \\ b_{21} & 0 \end{bmatrix} x \begin{bmatrix} y_{t-1} \\ z_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} 1 & -b_{12} \\ -b_{21} & 1 \end{bmatrix}^{-1} x \begin{bmatrix} u_t \\ v_t \end{bmatrix} \quad (3.7)$$

$B^{-1}\Gamma_0 = A_0$, $B^{-1}\Gamma_1 X_{t-1} = A_1$, $B^{-1}\varepsilon_t = e_t$ için denklem yeniden düzenlendiğinde, birinci dereceden VAR modelinin denklemi olan

$$X_t = A_0 + A_1 X_{t-1} + e_t \quad (3.8)$$

elde edilir. Matris formunda ise aşağıdaki gibi yazılabilir:

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} a_{10} \\ a_{20} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} \\ a_{21} & a_{22} \end{bmatrix} x \begin{bmatrix} y_{t-1} \\ z_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} e_{1t} \\ e_{2t} \end{bmatrix} \quad (3.9)$$

Hata terimleri (e_t) SVAR modelin yapısal şoklarından oluşmakta ve matris formunda eşitlik (3.10)'da gösterilmektedir:

$$e_t = \begin{bmatrix} 1 & -b_{12} \\ -b_{21} & 1 \end{bmatrix}^{-1} x \begin{bmatrix} u_t \\ v_t \end{bmatrix} = B^{-1}\varepsilon_t \text{ hata terimlerinin daha açık gösterimi ise}$$

Eşitlik (3.11)'de yer almaktadır.

$$e_t = B^{-1}\varepsilon_t \Rightarrow \begin{bmatrix} e_{1t} \\ e_{2t} \end{bmatrix} = \frac{1}{(1-b_{21}b_{12})} \begin{bmatrix} 1 & -b_{12} \\ -b_{21} & 1 \end{bmatrix} x \begin{bmatrix} \varepsilon_{y_t} \\ \varepsilon_{z_t} \end{bmatrix} \quad (3.11)$$

Burada,

$$e_{1t} = \frac{\varepsilon_{y_t} - b_{12}\varepsilon_{z_t}}{\Delta} \quad e_{2t} = \frac{-b_{21}\varepsilon_{y_t} + \varepsilon_{z_t}}{\Delta} \text{ ve } \Delta = 1 - b_{21}b_{12} \text{ 'dir.}$$

Şokların varyans kovaryans matrisi ise eşitlik (3.12)'de yer almaktadır:

$$\Sigma = \begin{bmatrix} \sigma_1^2 & \sigma_{12} \\ \sigma_{21} & \sigma_2^2 \end{bmatrix} \quad (3.12)$$

Bu bağlamda yapısal değişimleri dikkate almayan VAR modellerinde belirlenemeyen bu şokların etkisi SVAR modellerinde belirlenebilmektedir. SVAR modellerinde bu belirlenme, iktisadi teorik bilgilere dayalı olarak katsayı kısıtları, simetri kısıtları, varyans ya da kovaryans kısıtları, kısa veya uzun dönem çarpanları üzerine konan kısıtlar biçiminde gerçekleşmektedir. Bu doğrultuda SVAR modellerinde kısa ve uzun dönem kısıtları konulabilmekte ve yapısal değişimler böylece dikkate alınmaktadır (Akbaş vd., 2013:192). Standart VAR modelinden yapısal VAR modeline geçmek için sisteme $(n^2 - n)/2$ tane kısıt konulmalıdır. Böylece Cholesky ayrıştırmasına göre sistem tam belirlenmiş olmaktadır.

3.4. Veri Seti

Bu çalışmada, Türkiye’de parasal aktarım mekanizması araçlarının enflasyon hedeflemesi stratejisindeki etkinliği analiz edilmektedir. Bu kapsamda 2005:8-2017:11 dönemi verileri kullanılarak Yapısal VAR analizi yapılmıştır. Çalışmada teorik bilgiler ve literatürdeki çalışmalar ışığında enflasyon hedeflemesi stratejisinde kullanılan para politikası değişkenleri ve kaynakları Tablo 3.1’de gösterilmektedir. Çalışmada kullanılan değişkenler aylık olup her bir değişkenin logaritmik dönüşümleri yapılmış ve mevsimsellikten arındırılmıştır. Çalışmada kullanılan değişkenlerden ABD faiz oranı dışındaki diğer değişkenler içseldir. ABD faiz oranı modele dışsal değişken olarak dahil edilmiştir. Modelde kullanılan değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler ve zaman serisi grafikleri Ek 1 ve Ek 2’de yer almaktadır.

Tablo 3.1: Modelde Kullanılan Değişkenler ve Kaynakları

Değişken	Kısaltma	Kaynak
Özel Kapsamlı TÜFE Fiyat Endeksi (işlenmemiş gıda ürünleri, enerji, alkollü içecekler, tütün ve altın hariç), 2003=100	H	TCMB EVDS
Bankalar arası Borçlanma Faiz Oranı (%)	FO	TCMB EVDS
Reel Döviz Kuru Endeksi	REK	TCMB EVDS
Yurtiçi Kredi Hacmi Miktarı	KH	TCMB EVDS
Sanayi Üretim Endeksi	SE	TCMB EVDS
ABD Bankalar arası Borçlanma Faiz Oranı (%)	AFO	Federal Reserve Bank of St.Louis

3.5. Ekonometrik Model

Para politikası şoklarının enflasyon üzerindeki etkilerinin incelendiği bu çalışmada 5 içsel ve bir dışsal değişkenden oluşan SVAR modeli denklem (3.13)'de gösterilmektedir:

$$Y_t = C_t + \sum_{k=1}^n A_k Y_{t-k} + \sum_{k=1}^n B_k X_{t-k} + \mu_t \quad (3.13)$$

Denklemden yer alan C_t sabit terimler vektörünü, Y_t içsel değişkenler vektörünü, X_t ise dışsal değişkenler vektörünü temsil etmektedir. A_t ve B_t katsayı matrisini, μ_t ise hata terimini göstermektedir. Bu çalışmada dışsal değişken olarak ABD merkez bankasının belirlenen bankalararası borçlanma faizi kullanılmıştır.

Çalışmada SVAR modelinde kullanılan değişkenler: özel kapsamlı TÜFE H endeksi (H), kredi hacmi (KH), para piyasası faiz oranı (FO), sanayi üretim endeksi (SE) ve döviz kuru (DK) şeklindedir. Sanayi üretimi, kredi hacmi, faiz oranı ve döviz kuru şoklarının enflasyona olan etkilerinin analiz edildiği SVAR modelinin matris gösterimi Eşitlik (3.14)'de yer almaktadır. SVAR modelinde $(e^h, e^{se}, e^{kh}, e^{fo}, e^{dk})$ beklenmeyen şokları, $(\mu^h, \mu^{se}, \mu^{kh}, \mu^{fo}, \mu^{dk})$ ise yapısal şokları ifade etmektedir.

$$\begin{bmatrix} 1 & a_{12} & a_{13} & a_{14} & a_{15} \\ 0 & 1 & a_{23} & a_{24} & a_{25} \\ 0 & 0 & 1 & a_{34} & a_{35} \\ 0 & 0 & 0 & 1 & a_{45} \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 1 \end{bmatrix} \times Y_t = \begin{bmatrix} 1 & a_{12} & a_{13} & a_{14} & a_{15} \\ 0 & 1 & a_{23} & a_{24} & a_{25} \\ 0 & 0 & 1 & a_{34} & a_{35} \\ 0 & 0 & 0 & 1 & a_{45} \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 1 \end{bmatrix} A(L)Y_{t-1} + \begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 1 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 1 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 1 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 1 \end{bmatrix} (L)X + \begin{bmatrix} e^h \\ e^{se} \\ e^{kh} \\ e^{fo} \\ e^{dk} \end{bmatrix}$$

$$\begin{bmatrix} u^h \\ u^{se} \\ u^{kh} \\ u^{fo} \\ u^{dk} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 & a_{12} & a_{13} & a_{14} & a_{15} \\ 0 & 1 & a_{23} & a_{24} & a_{25} \\ 0 & 0 & 1 & a_{34} & a_{35} \\ 0 & 0 & 0 & 1 & a_{45} \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 1 \end{bmatrix} \times \begin{bmatrix} e^h \\ e^{se} \\ e^{kh} \\ e^{fo} \\ e^{dk} \end{bmatrix} \quad (3.14)$$

Eşitlik (3.14)'de, iktisat teorisi ve ekonomik gerçekliklere bağlı olarak oluşturulan kısıtlar yer almaktadır. Kısıtlara göre oluşturulan birinci denkleme

göre tüketici enflasyonu kendisi, sanayi üretimi, kredi hacmi, faiz oranı ve döviz kurundaki şoklardan etkilenmektedir. İkinci denklem ise kredi hacmi, faiz oranı ve döviz kuru değişkenlerindeki şokların sanayi üretimine olan etkilerini göstermektedir. Üçüncü denklemde ise faiz oranı ve döviz kuru değişkenlerindeki şokların kredi hacmi üzerine olan etkileri yer almaktadır. Dördüncü denklemde ise sadece döviz kurundaki şokların faiz oranı üzerindeki etkileri görülmektedir. Beşinci denklemde ise döviz kurunun diğer değişkenlerdeki şoklara tepki vermediği varsayılmıştır.

3.6. Bulgular

SVAR modelini oluşturmadan önce tüm zaman serisi analizlerinde olduğu gibi öncelikle değişkenlerin durağanlık analizlerinin yapılması gerekmektedir. Ardından modelin gecikme uzunluğu belirlenip VAR modeli tahmin edilir. Sonrasında ise kısıtlanmış varyans kovaryans matrislerine göre yapısal model tahmin edilir. Son olarak da bu modele ilişkin etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması tabloları elde edilir.

3.6.1. Birim Kök Testi

Bir zaman serisinin ortalamasının ve varyansının sabit, kovaryansının ise zamana değil, yalnızca iki zaman değeri arasındaki farka bağlı olması durumu durağanlık olarak tanımlanmaktadır. Durağan olmayan zaman serilerinin tahminlerde kullanılması değişkenler arasında yanıltıcı sahte ilişkilerin tespit edilmesine yol açmaktadır. Çalışmada Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) birim kök testleri kullanılmıştır.

ADF testinde kullanılan sabit ve trendli model genel olarak aşağıdaki şekilde ifade edilir:

$$\Delta Y_t = \mu + \phi Y_{t-1} + \sum_{j=1}^p \alpha_j \Delta Y_{t-j} + \beta t + \varepsilon_t \quad (3.15)$$

ADF testinin hipotezleri:

$H_0 : \phi = 0$ ise birim kök vardır, seri durağan değildir.

$H_1 : \phi \neq 0$ ise birim kök yoktur ve seri durağandır.

PP yaklaşımı da ADF yaklaşımına benzer şekilde tahminler yapmaktadır. PP testinde otokorelasyonun bilinmeyen etkileri ve şartlı değişen varyans durumu dikkate alınmaktadır. PP testinde hipotezler şu şekilde kurulur:

$H_0 : \phi = 0$ ise seride birim kök vardır, durağan değildir.

$H_0 : \phi < 0$ ise seride birim kök yoktur, durağandır.

ADF ve PP test istatistikleri kritik tablo değerleri ile karşılaştırılır. Buna göre ADF ve PP test istatistikleri mutlak değerce kritik değerden büyük ise seriler durağandır, küçük ise serileri durağan değildir.

Tablo 3.2’de değişkenlerin ADF ve PP birim kök test sonuçları yer almaktadır. Tablo 3.2’de görüldüğü gibi dışsal değişken olan AFO değişkeni seviye itibariyle her iki teste göre durağandır. AFO dışındaki diğer değişkenlerden ise sadece REK ve KH, ADF sabitli ve trendli modelde, SE ise PP sabitli ve trendli modelde %10 anlamlılık düzeyinde durağanlık şartını sağlamaktadır. Analizi %1 veya %5 anlamlılık düzeyi sonuçlarına göre değerlendirdiğimizde içsel değişkenlerin tümü birim kök içermektedir.

Tablo 3.2: ADF ve PP Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	ADF (Sabitli)	ADF (sabit ve trendli)	PP (sabit)	PP (sabit ve trendli)
H	1,194398	-0,587816	1,645978	-0,269662
FO	-1,624093	-1,367688	-1,512522	-1,215461
REK	-1,258602	-3,236294***	-0,913361	-2,842354
KH	-2,152746	-3,167231***	-1,895096	-2,980123
SE	-0,383372	-2,963800	-1,758331	-7,753862*
AFO	-1,495452	-0,423119	-1,404763	-0,266617

Not: “*”, “***”, sırasıyla % 1 ve %10 anlamlılığı ifade etmektedir. ADF birim kök testi modellerinde Schwarz bilgi kriteri kullanılmış ve gecikme uzunlukları 12 olarak alınmıştır. ADF ve PP testleri kritik değerleri sabitli model %1:-3.475500, %5:-2.881260, %10: -2.577365. Sabitli ve trendli model için %1:-4.022135, %5: -3.440894, %10:-3.144955. Sabitsiz ve trendsiz model için %1:-2.580897, %5:-1.943027, %10: -1.615260’dır.

Tablo 3.3’de değişkenlerin birim kök analizi Zivot-Andrews tek yapısal kırılmalı birim kök testi ile sınanmıştır. Bu testin sonuçlarına göre de değişkenler yapısal kırılma altında birim köke sahiptirler yani durağan değillerdir.

Tablo 3.3: Zivot-Andrews Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	ZA sabitli	ZA trendli	ZA sabitli ve trendli
H	-2,993606 2009:2	-3,216406 2012:10	-3,498108 2010:4
SE	-3,752396 2008:6	-2,838321 2009:1	-3,906171 2008:6
KH	-4,084409 2010:11	-3,670981 2014:11	-4,066863 2010:10
FO	-3,989114 2009:1	-3,070171 2010:12	-3,971122 2009:1
DK	-4,033962 2007:9	-4,150924 2010:7	-4,259164 2010:12
AFO	-5,838225 2008:1	-5,031840 2008:11	-5,794660 2008:1

Not: Zivot-Andrews kritik değerleri sabitli model (A) için %1, %5 ve %10 için sırasıyla -5.34, -4.93 ve -4.58 ; Trendli model (B) için %1, %5 ve %10 için sırasıyla -4.80, -4.42 ve -4.11; Sabitli ve trendli model (C) için %1, %5 ve %10 için sırasıyla -5.57, -5.08, - 4.82. Gecikme uzunluğu 8 olarak alınmıştır.

Birim kök içeren serilerin durağan hale getirilebilmesi için birinci dereceden farkları alınmıştır. Farkı alınmış serilerin birim kök testi sonuçları Tablo 3.4’de yer almaktadır.

Tablo 3.4: Farkı Alınmış Serilerin Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	ADF (Sabitli)	ADF (sabit ve trendli)	PP (sabit)	PP (sabit ve trendli)
H	-5,443775*	-5,598334*	-5,466466*	-5,610966*
FO	-8,852192*	-8,889112*	-8,861272*	-8,897763*
REK	-9,378929*	-9,412353*	-9,075160*	-9,105301*
KH	-9,560545*	-9,841650*	-10,23397*	-10,50274*
SE	-13,93703*	-13,92079*	-30,40823*	-30,36329*
AFO	-7,779118*	-8,043836*	-7,828762*	-7,936171*

Not: “*”, “***”, sırasıyla % 1 ve %10 anlamlılığı ifade etmektedir. ADF birim kök testi modellerinde Schwarz bilgi kriteri kullanılmış ve gecikme uzunlukları 12 olarak alınmıştır. ADF ve PP testleri kritik değerleri sabitli model %1:-3.475500, %5:-2.881260, %10: -2.577365. Sabitli ve trendli model için %1:-4.022135, %5: -3.440894, %10:-3.144955. Sabitsiz ve trendsiz model için %1:-2.580897, %5:-1.943027, %10: -1.615260’dır.

Tablo 3.4’de yer alan sonuçlara göre birinci mertebeden farkları alınmış olan tüm seriler durağan hale gelmişlerdir.

3.6.2. Gecikme Uzunluğunun Tespiti

Durağan hale gelen serilerin kullanıldığı VAR modeline geçmeden önce modelin optimal gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Tablo 3.5’de bilgi kriterlerine göre belirlenen optimal gecikme uzunlukları gösterilmektedir.

Tablo 3.5: VAR Modeli Gecikme Uzunluğu

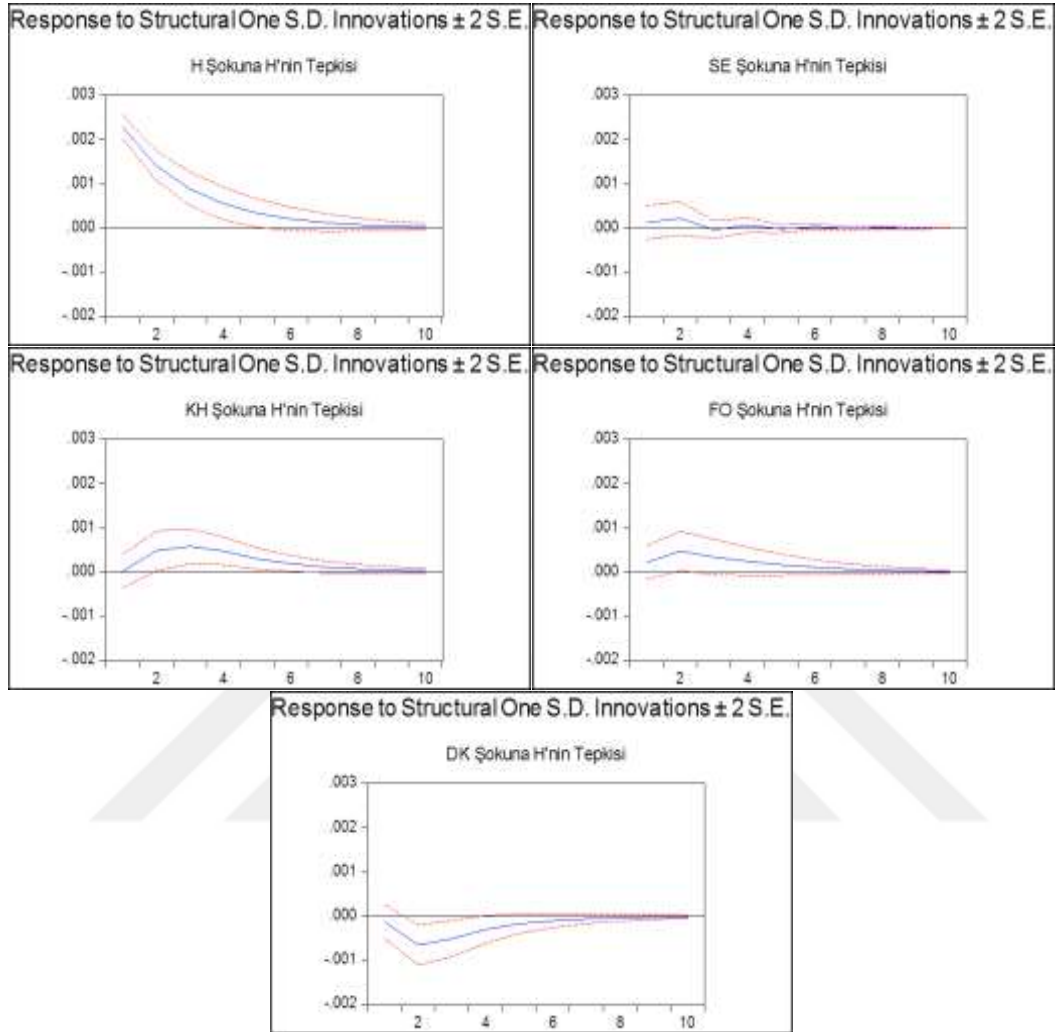
Gecikme	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	1922,659	NA	2,05e-20	-28,30607	-28,04782	-28,20112
1	2080,755	297,4535	3,36e-21	-30,11489	-29,08190*	-29,69511*
2	2120,093	70,51723	3,21e-21	-30,16434	-28,35661	-29,42973
3	2157,449	63,64302	3,18e-21*	-30,18442*	-27,60196	-29,13498
4	2176,980	31,54046	4,12e-21	-29,94045	-26,58325	-28,57618
5	2207,478	46,53648	4,59e-21	-29,85893	-25,72698	-28,17982
6	2250,436	61,73199*	4,30e-21	-29,96201	-25,05532	-27,96807
7	2282,101	42,69041	4,84e-21	-29,89780	-24,21637	-27,58903
8	2308,588	33,35336	6,00e-21	-29,75686	-23,30069	-27,13325
9	2339,484	36,15947	7,13e-21	-29,68124	-22,45033	-26,74280
10	2385,419	49,67776	6,99e-21	-29,82842	-21,82278	-26,57515
11	2419,219	33,55005	8,48e-21	-29,79584	-21,01545	-26,22774
12	2472,981	48,58512	8,00e-21	-30,05898	-20,50386	-26,17605

Tablo 3.5’de görüldüğü gibi Schwarz ve Hannan-Quinn bilgi kriterine göre 1 gecikme uzunluğu modelin gecikme uzunluğu olarak belirlenmiştir.

3.6.3. Etki Tepki Fonksiyonları

Grafik 3.1’de özel kapsamlı tüketici fiyat endeksinin etki tepki fonksiyonlarının grafikleri gösterilmektedir. Buna göre, özel kapsamlı tüfe h fiyat endeksinin sanayi üretimindeki bir şoka tepkisi ilk iki dönem boyunca pozitif iken iki dönemden sonra tepki negatife dönmekte ve üçüncü dönemden sonra tepki azalarak ortadan kaybolmaktadır.

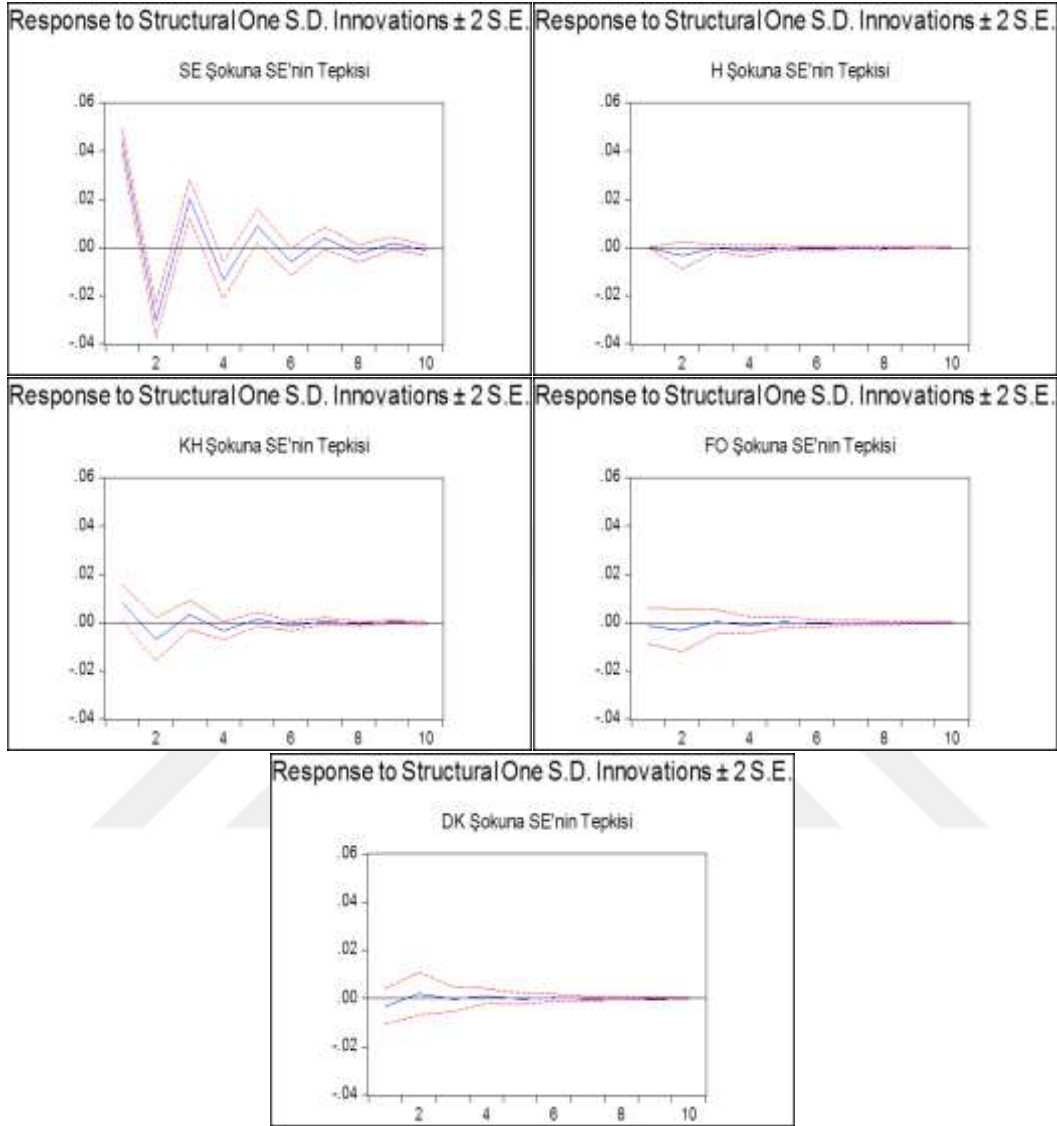
Grafik 3.1: Etki Tepki Grafikleri (Tüketici Fiyat Endeksi)



Kredi hacmindeki bir şok karşısında ise ilk üç dönem pozitif tepki veren fiyat endeksi dördüncü dönemden itibaren azalış yönünde tepki vermekte ve 10. döneme doğru etki azalarak ortadan kaybolmaktadır. Faiz oranındaki bir şoka karşı ilk iki dönem artış yönünde tepki veren fiyat endeksi ikinci dönemden sonra azalış yönünde tepki vermiş ve 9.dönemden sonra etki ortadan kalkmıştır. Döviz kurundaki bir şoka ise fiyat endeksinin tepkisi ilk iki dönemde azalış yönünde sonrasında ise artış yönünde olmuştur. Zaman içerisinde etki azalarak 6. dönemden sonra ortadan kalkmıştır.

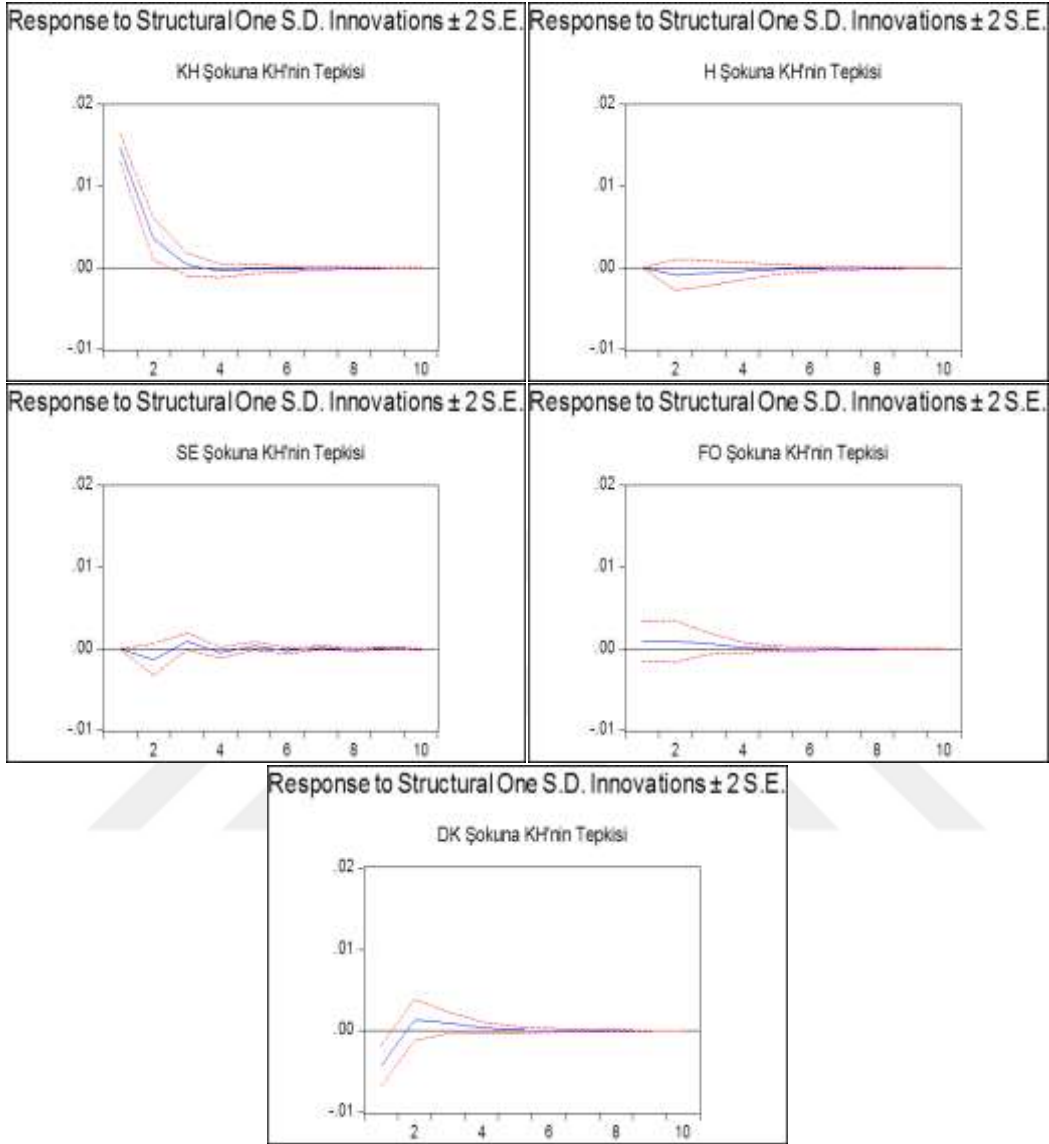
Grafik 3.2’de ise sanayi üretim endeksinin etki tepki fonksiyonlarına ilişkin grafikler yer almaktadır.

Grafik 3.2: Etki Tepki Grafikleri (Sanayi Üretim Endeksi)



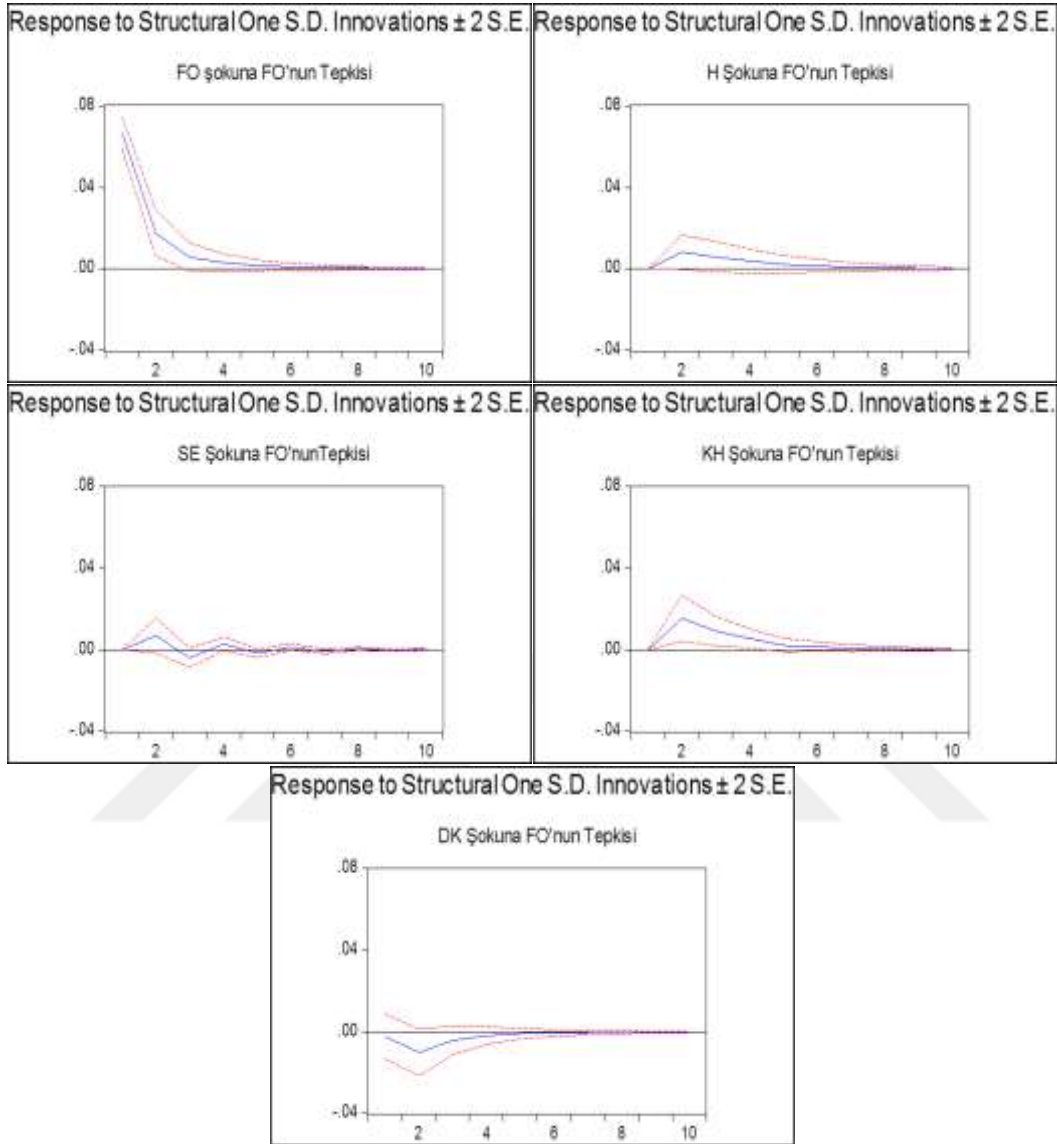
Grafik 3.2’de görüldüğü gibi sanayi üretim endeksi fiyat endeksindeki bir şoka anlamlı bir tepki vermezken kredi hacmindeki bir şoka birinci dönemde azalış yönünde 2. ve 3. dönemde artış yönünde sonra tekrar azalış yönünde tepki vermekte ve 5. dönemden sonra şokun etkisi ortadan kaybolmaktadır. Faiz oranındaki bir şoka ise ilk iki dönem azalış yönünde tepki veren sanayi üretim endeksi 3. dönemde pozitif tepki vermektedir. 4.dönemden sonra ise şokun etkisi ortadan kaybolmaktadır. Döviz kurundaki bir şoka ise iki dönem artış yönünde tepki veren sanayi üretim endeksi üçüncü dönemde azalış yönünde tepki vermektedir. 4. dönemden sonra ise döviz kuru şokunun etkisi ortadan kaybolmaktadır.

Grafik 3.3: Etki Tepki Grafikleri (Kredi Hacmi)



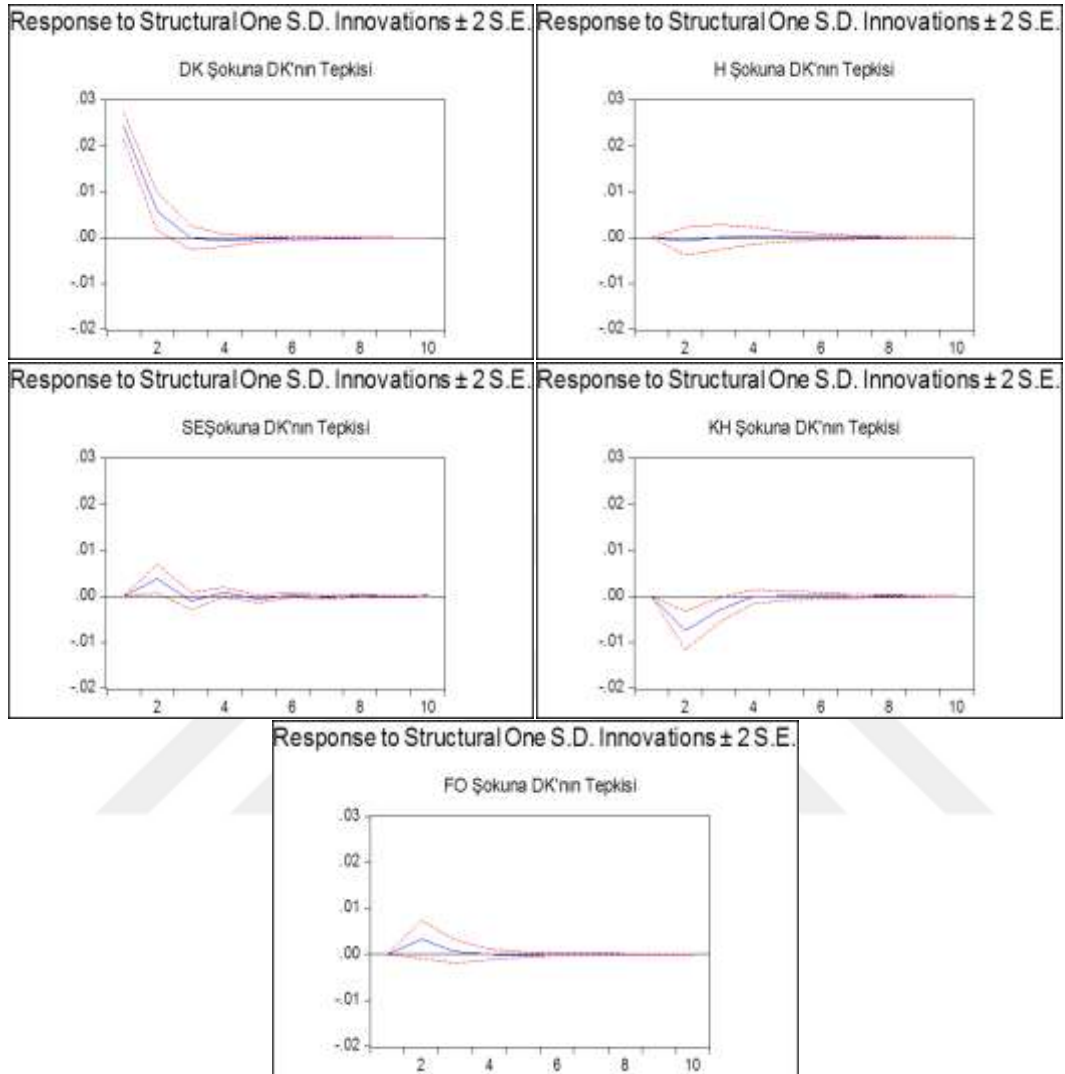
Grafik 3.3'de yer alan kredi hacmi değişkeninin etki tepki grafiklerinde kredi hacmi değişkeninin faiz oranındaki bir şoka dört dönem boyunca pozitif tepki verirken beşinci dönemle birlikte şokun etkisinin ortadan kalktığı görülmektedir. Döviz kurundaki bir şoka ise kredi hacmi ilk iki dönem artış yönünde tepki vermekte ikinci, üçüncü ve dördüncü dönemde ise azalarak negatif bir tepki vermektedir. Dördüncü dönemden sonra ise döviz kuru şokunun etkisi ortadan kaybolmaktadır.

Grafik 3.4: Etki Tepki Grafikleri (Faiz Oranı)



Grafik 3.4'de görüldüğü gibi faiz oranı değişkeni döviz kurundaki bir şoka ilk iki dönem azalış yönünde 2-4. dönemler aralığında artış yönünde tepki vermektedir. 5. Dönemden itibaren ise şokun etkisi ortadan kaybolmaktadır. Grafik 3.5'de ise modelde kendisi dışındaki değişkenlerden etkilenmediği varsayılan döviz kuru değişkeninin etki tepki grafikleri yer almaktadır. Kovaryans matrisinde belirtilen kısıtlara göre kısa dönemde döviz kurunun sadece kendi şoklarından etkilendiği Grafik 3.5'de görülmektedir.

Grafik 3.5: Etki Tepki Grafikleri (Döviz Kuru)



3.6.4. Varyans Ayrıştırması

SVAR modeli ile tahmin edilen enflasyona ilişkin öngörü hatasının varyans ayrıştırması sonuçları Tablo 3.6'da gösterilmektedir.

Tablo 3.6: Fiyat Endeksi Değişkeninin Varyans Ayrıştırması Tablosu

Periyot	Standart Hata	Fiyat Endeksi	Sanayi Üretimi	Kredi Hacmi	Faiz Oranı	Döviz Kuru
1	0,0023	98,4871	0,3021	0,0227	0,9152	0,2729
2	0,0029	87,5760	0,7947	3,2205	3,3665	5,0422
3	0,0031	82,0824	0,6827	6,5441	4,0448	6,6460
4	0,0032	79,4589	0,6816	8,5385	4,3717	6,9492
5	0,0033	78,5041	0,6663	9,2987	4,5429	6,9879
6	0,0033	78,0961	0,6695	9,6166	4,6285	6,9893
7	0,0033	77,9515	0,6672	9,7275	4,6647	6,9891
8	0,0033	77,8880	0,6681	9,7752	4,6799	6,9888
9	0,0033	77,8656	0,6678	9,7922	4,6858	6,9888
10	0,0033	77,8555	0,6679	9,7997	4,6882	6,9887

Buna göre enflasyonu ilk dönemde en yüksek oranda açıklayan değişken yine kendisi olurken en fazla açıklayan ikinci değişken faiz oranındaki şoktur. İkinci dönemden itibaren döviz kuru, faiz oranı ve kredi hacmi değişkenlerindeki şokların etkisi artış göstermiştir. 5. Dönemden itibaren enflasyonun öngörü hatasının varyansının yaklaşık olarak %78'i enflasyon şokundan %10'u kredi hacmindeki bir şoktan, %7'si döviz kuru şokundan %4,5'i faiz oranındaki şoktan %0,5'i ise sanayi üretimindeki şoktan kaynaklanmaktadır.

Sanayi üretim endeksinin öngörü hatasının varyans ayrıştırması Tablo 3.7'de yer almaktadır. Buna göre birinci dönemde sanayi üretimi üzerinde etkili olan %96'lık oranla yine sanayi üretimi şokudur. Sanayi üretimini %0,4 ile döviz kuru şoku yaklaşık %3,5 ile kredi hacmi şoku %0,1 ile faiz oranı şoku etkilemektedir.

Tablo 3.7: Sanayi Üretimi Değişkeninin Varyans Ayrıştırması Tablosu

Periyot	Standart Hata	Fiyat Endeksi	Sanayi Üretimi	Kredi Hacmi	Faiz Oranı	Döviz Kuru
1	0,0451	0,0000	95,8825	3,5828	0,1107	0,4240
2	0,0550	0,3282	94,9224	3,9396	0,3978	0,4121
3	0,0586	0,2904	95,2650	3,7271	0,3539	0,3636
4	0,0602	0,3286	95,0937	3,8424	0,3680	0,3674
5	0,0609	0,3215	95,1541	3,8034	0,3611	0,3600
6	0,0612	0,3271	95,1280	3,8216	0,3635	0,3598
7	0,0613	0,3257	95,1385	3,8151	0,3622	0,3585
8	0,0614	0,3266	95,1343	3,8181	0,3626	0,3584
9	0,0614	0,3263	95,1362	3,8169	0,3624	0,3581
10	0,0614	0,3265	95,1355	3,8174	0,3624	0,3581

Birinci dönemde etkide bulunmayan enflasyon şoku ikinci dönemden itibaren sanayi üretimi üzerinde ortalama %0,3 oranında etkide bulunmaktadır. İzleyen dönemlerde sanayi üretimi öngörü hatasının varyans dağılımı fazla değişmemektedir. Üçüncü dönemden itibaren öngörü hatasının varyansının %95'i kendisi tarafından %4'ü kredi hacmi tarafından açıklanırken faiz oranı ve döviz kuru değişkenlerinin etkileme gücü yaklaşık %0,4, enflasyon şokunun etkisi ise %0,3 olarak gerçekleşmiştir.

Kredi hacmi değişkeninin öngörü hatasının varyans ayrıştırması Tablo 3.8'de yer almaktadır. Buna göre kredi hacmi öngörü hatası varyansının %93'ü kendisi tarafından %0,32'si faiz oranı şoku tarafından, %6,4'ü ise döviz kuru şoku tarafından açıklanmaktadır. İkinci dönemde ise %0,2'si enflasyon, %0,6'sı sanayi üretim endeksi, %91'i kendi şoku, %0,64'ü faiz oranı, %6,9'u döviz kuru şoku tarafından açıklanmaktadır.

Tablo 3.8: Kredi Hacmi Değişkeninin Varyans Ayrıştırması Tablosu

Periyot	Standart Hata	Fiyat Endeksi	Sanayi Üretimi	Kredi Hacmi	Faiz Oranı	Döviz Kuru
1	0,0154	0,0000	0,0000	93,1738	0,3276	6,4986
2	0,0162	0,2012	0,6967	91,5070	0,6497	6,9454
3	0,0163	0,3065	1,0096	90,4635	0,8671	7,3534
4	0,0163	0,3518	1,0853	90,2658	0,8886	7,4085
5	0,0163	0,3598	1,1359	90,2079	0,8896	7,4068
6	0,0163	0,3634	1,1565	90,1854	0,8897	7,4050
7	0,0163	0,3640	1,1653	90,1766	0,8897	7,4044
8	0,0163	0,3645	1,1695	90,1721	0,8899	7,4040
9	0,0163	0,3646	1,1713	90,1704	0,8899	7,4039
10	0,0163	0,3647	1,1721	90,1695	0,8899	7,4038

Zaman içerisinde şokların etkileme oranları fazla değişim göstermemiştir. Üçüncü dönemden itibaren enflasyon şokunun etkisi %0,35, sanayi üretimi şokunun etkisi %1, kredi hacmindeki şokun etkisi %90, faiz oranındaki şokun etkisi %0,9 ve faiz oranındaki şokun etkisi %7,4 olarak gerçekleşmiştir.

Faiz oranı değişkeninin öngörü hatasının varyans ayrıştırması Tablo 3.9'da yer almaktadır.

Tablo 3.9: Faiz Oranı Değişkeninin Varyans Ayrıştırması Tablosu

Periyot	Standart Hata	Fiyat Endeksi	Sanayi Üretimi	Kredi Hacmi	Faiz Oranı	Döviz Kuru
1	0,0665	0,0000	0,0000	0,0000	99,8604	0,1396
2	0,0719	1,2623	0,9264	4,5761	91,2339	2,0012
3	0,0732	1,8664	1,1911	6,1422	88,5822	2,2181
4	0,0737	2,1358	1,3291	6,7426	87,5587	2,2338
5	0,0738	2,2282	1,3730	6,8347	87,3289	2,2352
6	0,0739	2,2704	1,4028	6,8839	87,2052	2,2376
7	0,0739	2,2852	1,4121	6,8925	87,1715	2,2388
8	0,0739	2,2921	1,4177	6,8998	87,1509	2,2396
9	0,0739	2,2944	1,4197	6,9010	87,1452	2,2398
10	0,0739	2,2955	1,4208	6,9022	87,1417	2,2399

Tablo 3.9'a göre birinci dönemde faiz oranı öngörü hatası varyansının %99'u kendisi tarafından %0,13'ü döviz kuru şoku tarafından tarafından açıklanmaktadır. İkinci dönemde ise öngörü hatası varyansının %1,2'si enflasyon

şokundan %0,9'u sanayi üretimi şokundan %4,5'i kredi hacmi şokundan, %91'i faiz oranı şokundan %0,13'ü faiz oranı şokundan etkilenmektedir. Zaman içerisinde kredi hacmi değişkeni dışındaki değişkenlerin şoklarının etkileme oranları sınırlı ölçüde artış göstermiştir. Onuncu dönem itibariyle enflasyon şokunun etkisi %2,29, sanayi üretimi şokunun etkisi %1,4, kredi hacmi şokunun etkisi %6,9, kendi şoku %87, döviz kurundaki şokun etkisi ise %2,2 oranında etkide bulunmaktadır.

Döviz kuru değişkeninin öngörü hatasının varyans ayrıştırması Tablo 3.10'de yer almaktadır.

Tablo 3.10: Döviz Kuru Değişkeninin Varyans Ayrıştırması Tablosu

Periyot	Standart Hata	Fiyat Endeksi	Sanayi Üretimi	Kredi Hacmi	Faiz Oranı	Döviz Kuru
1	0,0246	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	100,0000
2	0,0267	0,0369	2,0293	6,4058	1,5943	89,9337
3	0,0269	0,0403	2,1162	7,5693	1,6539	88,6203
4	0,0269	0,0662	2,2177	7,5571	1,6507	88,5083
5	0,0269	0,0745	2,2692	7,5524	1,6503	88,4536
6	0,0269	0,0788	2,2886	7,5587	1,6499	88,4241
7	0,0269	0,0796	2,2976	7,5582	1,6498	88,4148
8	0,0269	0,0801	2,3018	7,5588	1,6499	88,4094
9	0,0269	0,0802	2,3036	7,5587	1,6499	88,4077
10	0,0269	0,0803	2,3044	7,5587	1,6499	88,4066

Buna göre birinci dönemde değişkenin öngörü hatası varyansının tamamı kendi şoku tarafından açıklanırken ikinci dönemde %0,3'ü enflasyon şoku, %2'si sanayi üretimi şoku, %6,4'ü kredi hacmi şoku, %1,5'i faiz oranı şoku ve %89'u kendi şoku tarafından açıklanmaktadır.

SONUÇ

Parasal aktarım mekanizması para politikası uygulamaları sonuçlarının ekonomide üretimi, istihdamı, finansal varlık ve fiyatlarını etkilemesi olarak tanımlanmaktadır. Parasal aktarım mekanizması aracılığıyla parasal ekonomi ile reel ekonomi arasındaki ilişki temel olarak faiz oranı kanalı, döviz kuru kanalı ve kredi kanalı gibi kanallarla daha anlaşılır hale gelmektedir. Böylece para arzı ya da faiz oranındaki değişikliklerin ekonomide ne gibi etkiler yaratacağı daha net anlaşılabilir.

Fiyat istikrarı makro iktisat politika amaçlarından biridir. Sağlıklı bir ekonomik yapının önemli göstergelerinden olan fiyat istikrarı başta tüketim, yatırım gibi ekonomik karar birimlerinin davranışlarını ve dolayısıyla üretim ve istihdamı etkiler. Fiyat istikrarının sağlanması merkez bankalarının görevleri arasında yer almaktadır. Türkiye’de 1990’lı yıllardan itibaren yaşanan yüksek enflasyon ve ekonomik krizler sonucunda 2001 yılında değiştirilen bir yasa ile TCMB bağımsız hale gelmiş ve fiyat istikrarını hedefleyerek enflasyon hedeflemesi stratejisini benimsemiştir.

Türkiye’de TCMB yürütücülüğünde 2002-2005 döneminde örtük enflasyon hedeflemesi uygulanmıştır. Örtük enflasyon hedeflemesinin uygulandığı dönemde hedefler tutturulmuş ve 2006 yılından itibaren açık enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçilmiştir. Bu tarihten sonra ise enerji ve gıda fiyatlarında yaşanan artış, yatırımcıların gelişmekte olan ülkelerden çıkışı gibi dışsal kontrol edilemeyen gelişmeler enflasyon hedeflerini tutturmayı zorlaştırmıştır. 2008 yılında ortaya çıkan küresel finansal kriz ve bunun başta gelişmiş ülkeler olmak üzere tüm dünya ekonomileri üzerinde yarattığı finansal ve reel etkileri yönetebilmek için TCMB yeni bir yaklaşım benimsemiştir. Bu yaklaşımda finansal istikrar, enflasyon hedeflemesi rejimini destekleyici bir amaç olarak benimsenmiş ve fiyat istikrarı yanında finansal istikrarın da sorunsuz bir şekilde yönetilebilmesi için geleneksel olan araçlara ek bir araç kümesi geliştirilmiştir. Benimsenen yeni yaklaşıma rağmen küresel krizin gecikmeli etkileri, Avrupa’da ortaya çıkan borç krizi, Ortadoğu’daki karışıklıklar ve dış politikadaki gelişmeler enflasyon hedeflerinden önemli sapmaların ortaya çıkmasına ve çift haneli rakamlı enflasyon oranlarının ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Enflasyon hedeflemesinin uygulandığı ülkelerde para politikası araçlarının ne yönde kullanılacağını belirleyen en önemli değişken enflasyon oranıdır. Böylece bir ülkede enflasyon oranı para politikasının yanı sıra başka pek çok dışsal değişkenden de etkilenmektedir. Bunların başında uluslararası finansal piyasalarda ortaya çıkan bir kriz ya da yatırımcıların bekleyişlerinde ortaya çıkabilecek bir olumsuzluk başta döviz kuru ve faiz oranlarını etkileyerek Türkiye gibi ithal bağımlılığı yüksek ülkelerde enflasyon hedeflemesini ve para politikası araçlarının etkinliğini azaltabilmektedir. Bunların dışında petrol fiyatlarındaki bir şok enerji fiyatlarını, hava koşullarındaki bir olumsuzluk ise tarımsal ürün fiyatlarını arttırarak enflasyon hedeflemesini ve buna bağlı olarak para politikası araçlarını etkileyebilmektedir. Bahsedilen bu geçici ve dışsal değişkenlerin varlığına bağlı olarak sadece TÜFE, hem politika yapıcılar hem de kamuoyu için enflasyonun genel görünümü hakkında tam bilgi sunamamaktadır. Bu nedenle pek çok ülkede bahsedilen bu dışsal değişiklikleri dışlayan ve enflasyonun sebeplerini daha iyi yansıttığına inanılan Özel kapsamlı TÜFE göstergeleri kullanılmaktadır. Bu nedenle bu çalışmada Özel kapsamlı TÜFE göstergelerinden işlenmemiş gıda, enerji, alkollü içecekler ve altın hariç olarak hesaplanan TÜFE, H indeksi enflasyon oranını temsilen kullanılmıştır. Böylece TCMB para politikası araçlarının etkinliklerinin enflasyon üzerindeki etkisinin daha net anlaşılacağı yani parasal aktarım mekanizmasının işleyişinin daha doğru tespit edileceği düşünülmüştür.

Bu çalışmada 2005:7-2017:11 dönemine ilişkin verilerle Türkiye’de enflasyon hedeflemesi döneminde para politikası araçlarının etkinliği ve enflasyon oranı üzerindeki etkileri yapısal VAR yöntemi ile analiz edilmiştir. Çalışmada Özel kapsamlı TÜFE H indeksi, sanayi üretim endeksi, yurt içi kredi hacmi, para piyasası faiz oranı ve döviz kuru içsel değişken olarak ABD Fed faiz oranı ise dışsal değişken olarak modele dahil edilmiştir. Yapısal VAR modeline geçmeden önce değişkenlerin durağanlık analizleri yapılmıştır. ADF, PP ve Zivot-Andrews yapısal kırılmalı birim kök testleri sonuçlarına göre Fed faiz oranı hariç tüm değişkenlerin seviye itibariyle birim köke sahip oldukları görülmüş ve değişkenlerin birinci farkları alınmıştır. Sonrasında modelin gecikme uzunluğu bir

olarak tespit edilmiş ve oluşturulan kısıtlar altında yapısal VAR modeli tahmin edilmiştir. İktisadi teori ve ekonomik gerçekliklere bağlı olarak oluşturulan kısıtlara göre tüketici enflasyonu kendisi, sanayi üretimi, kredi hacmi, faiz oranı ve döviz kurundaki şoklardan etkilenirken sanayi üretimi kredi hacmi, faiz oranı ve döviz kuru değişkenlerindeki şoklardan kredi hacmi ise faiz oranı ve döviz kuru değişkenlerindeki şokların etkilenmektedir. Faiz oranı ise modelde sadece döviz kurundaki şoklardan etkilenmektedir. Son olarak çalışmada yapısal kısıtlar altında tahmin edilen modelin etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırma analizi yapılmıştır.

Enflasyon değişkeninin etki tepki fonksiyonlarına göre para politikası araçlarından faiz oranı ve 2008 küresel finansal kriz sonrasında aktif olarak kullanılan kredi hacmi enflasyon üzerinde etkili politika araçlarıdır. Bunun yanı sıra döviz kurundaki bir şokun enflasyon üzerinde etkide bulunması Türkiye’de var olan ithal bağımlılığının fiyatlara yansımaları olarak görülmektedir. Sanayi üretim endeksindeki şokun çekirdek enflasyon türlerinden biri olan özel kapsamlı TÜFE h indeksi üzerinde etki yaratması arz şoklarının enflasyon üzerinde etkili olduğunu göstermektedir.

Sanayi Üretim Endeksi değişkeninin kredi hacmi, faiz oranı ve döviz kuru değişkenlerindeki şoklara verdiği tepkilere bakıldığında ise Türkiye’de incelenen dönemde parasal aktarım kanallarından banka kredi kanalı, faiz oranı kanalı ve döviz kuru kanallarının etkin olduğu sonucuna varılmıştır.

Kredi hacmi değişkeninin faiz oranı ve döviz kurundaki şoklara anlamlı tepkiler vermesi para politikası araçlarından kredi kanalının faiz oranı ile uyumlu ve finansal piyasalardaki gelişmelere göre düzenlendiğini ortaya koymaktadır. Yine aynı şekilde faiz oranı değişkeninin döviz kurundaki şoklara anlamlı tepkiler vermesi uluslararası gelişmelerle eşgüdüm içerisinde faiz oranı düzenlemelerinin yapıldığı göstermektedir.

Etki tepki fonksiyonlarının analizinden sonra yapılan Enflasyon değişkeninin varyans ayrıştırması sonuçlarına göre kısa dönemde enflasyon üzerinde kendisi dışında en fazla etkisi olan değişken faiz oranı iken orta ve uzun

dönemde etki sıralaması kredi hacmi, döviz kuru, faiz oranı ve sanayi üretimi şeklindedir. Sanayi üretiminin varyans ayrıştırması sonuçlarına göre ise sanayi üretimi üzerinde en fazla etkide bulunan değişkenler sırasıyla kredi hacmi, döviz kuru, faiz oranı ve enflasyondur. Enflasyon sanayi üretimi üzerinde gecikmeli olarak ve ortalama %0.3 etkide bulunmaktadır. Faiz oranı değişkeni üzerinde etkide bulunan değişkenlerin sıralaması ise kredi hacmi, döviz kuru, fiyat endeksi ve sanayi üretimi şeklindedir. Modeldeki değişkenlerin döviz kuru üzerindeki etkileri gecikmeli olarak ortaya çıkmakta ve etki sıralaması kredi hacmi, sanayi üretimi, faiz oranı ve enflasyon oranı olarak sıralanmaktadır.

Yapısal VAR modelinin bulgularına göre Türkiye’de enflasyon hedeflemesi döneminde aktif olarak kullanılan faiz oranı ve kredi hacmi araçları enflasyon hedeflemesinde etkili olan para politikası araçlarıdır. Ayrıca elde edilen bulgular literatürdeki pek çok çalışmaya paralel olarak Türkiye’de banka kredi kanalı, faiz oranı kanalı ve döviz kuru kanalının etkin olduğunu doğrulamaktadır.

KAYNAKÇA

- Afşar, Bilge (2010); “2001 Krizinden Sonra Türkiye’de İzlenen Makroekonomik Politikalar ve Bu Politikaların Dış Ticarete Olan Etkisi,” Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Agenor, P. Richard (2001); “Monetary Policy Under Flexible Exchange Rates: An Introduction to Inflation Targeting,” *Central bank of Chile Working Papers*, No 124, November, 2011.
- Ahmed, Shamim ve Md Ezazul Islam (2004); “ The Monetary Transmission Mechanism in Bangladesh: Bank Lending and Exchange Rate Channels,” *The Bangladesh Development Studies*, vol 30, no 3/4, s. 31-87.
- Akbakay, Zeki (2016); “Dünyada ve Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Politikaları ve Türkiye Uygulamasının Etkinliği,” Doktora Tezi, Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Diyarbakır.
- Akbaş, Yusuf E., Fatma Zeren ve Halil Özekicioğlu (2013); “Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması: Yapısal VAR Analizi,” *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 14, sayı 2, s. 187-198.
- Akçelik, Yasin, Ergun Ermişoğlu, Arif Oduncu ve Temel Taşkıran (2012); “Ek Parasal Sıkılaştırmanın Döviz Kurları Üzerindeki Etkisi,” *TCMB Ekonomi Notları*, sayı 2012-30/22 Ekim 2012.
- Akkılıç, Salih (2007); “Parasal Aktarım Mekanizması ve Türkiye’de Döviz Kuru Kanalı,” Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Akkan, A. Nejla ve Mehmet Nargeleçekenler (2008); “Para Politikalarının Banka Kredi Kanalı Üzerindeki Etkileri,” *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, No 39, s. 109-132, Ekim 2008.
- Akyazı, Haydar (2004); *Enflasyon Hedeflemesi: Ülke Deneyimleri ve Türkiye’de Uygulanabilirliği*, Seçkin Yayınları, Ankara.
- Alpaslan, Melike ve Pelin A. Erdönmez (2000); “Enflasyon Hedeflemesi,” *Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılık ve Araştırma Grubu*, Bankacılar Dergisi, s. 35.
- Alper, Koray ve S. Tolga Tiryaki (2011); “Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri,” *TCMB Ekonomi Notları*, Sayı 2011-08/13 Nisan.
- Alper, Koray, Hakan Kara ve Mehmet Yörükoğlu (2012); “Rezerv Opsiyon Mekanizması,” *TCMB Ekonomi Notları*, Sayı 2012-28/ 22 Ekim 2012.
- Altınışik, İsa, Yavuz Çakmak ve Sefa Usta (2006); “Enflasyon Hedeflemesi Politikası ve Türkiye’de Uygulanabilirliği,” *Selçuk Üniversitesi Karaman İİBF Dergisi*, Sayı 11, Yıl 9, s. 89-103, 2006.

- Arıcan, Erişah (2005); “Türkiye’de Çıpa Uygulamaları ve Sonuçları: 1990-2004 Dönemi,” *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt 20, Sayı 1, s. 49-76.
- Bakan, Sumru ve Taner Akçacı (2015); “Parasal Aktarım Mekanizması: Türkiye Ekonomisi İçin Beklenti Kanalınnın Geçerliliği,” *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı 44, s. 68-78, Nisan 2015.
- Balaban, Georgiana ve Dorel Ailenei (2012); “Inflation Targeting in The Romanian Banking Brushwood,” *Theoretical and Applied Economic*, vol 19, no 5, pp. 19-32.
- Balkaş, Kaan (2004); “*Kredi Kavramı ve Sektör Kredilerine Göre Türkiye’deki Belli Başlı Sektörlerin Analizi*,” Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi, 2004, Ankara.
- Başçı, Erdem ve Hakan Kara (2011); “Finansal İstikrar ve Para Politikası,” *TCMB Çalışma Tebliği*, No 11/08, Mayıs 2011.
- Berentsen, Aleksander ve Cyril Monet (2008); “Monetary Policy in a Channel System,” *Journal of Monetary Economics*, Vol 55, No 6, p.p. 1067-1080.
- Bernanke, Ben S. Ve Mark Gertler (1995); “Inside The Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission,” *NBER Working Paper Series*, No 5146, June 1995.
- Bernanke, Ben S. Ve Frederic S. Mishkin (1997); “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?” *The Journal of Economic Perspectives*, Vol 11, No 2, pp. 97-116.
- Binici, Mahir, Hasan Erol, Hakan Kara, Pınar Özlü ve Deren Ünalmış (2013); “Faiz Koridoru Bir Makro İhtiyati Araç Olabilir mi ?” *TCMB Ekonomi Notları*, No 2013-20.
- Boivin, Jean, Michael T. Kiley ve Frederic S. Mishkin (2010); “How Has The Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?” NBER Working Paper Series, Working Paper 15879, April 2010.
- Boran, Gülhan A. (2006); “*Gelişmekte Olan Ülkelerde Bankacılık Krizleri ve Türkiye*,” Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.
- Boughrara, Adel (2009); “Monetary Transmission Mechanisms in Morocco and Tunisia,” *Economic Research Forum Working Paper Series*, No 460.
- Bozkurt, Cuma (2006); “*Parasal Hedefleme Stratejileri: Türkiye İçin Uygun Politika Seçimleri*,” Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.

- Bozoklu, Şeref (2005); “*Banka Kredisi Aktarım Mekanizması: VAR Yaklaşımı*,” Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, 2005, İstanbul.
- Büyükakın, Tahir ve Cemil Eraslan (2004); “Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye’de Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi,” *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Sayı 2, s. 18-37.
- Cambazoğlu, Birgül ve Hacer S. Karaalp (2012); “Parasal aktarım Mekanizması Döviz Kuru Kanalı: Türkiye Örneği,” Celal Bayar Üniversitesi, *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, Cilt 19, sayı 2, s. 53-66.
- Camarero, Mariam, Javier Ordonez ve Cecilio R. Tamarit (2012); “An Analysis of The Transmission Mechanisms of Monetary Policy in Spain Using a Structural Cointegrated VAR Approach,” *University of Valencia*.
- Cengiz, Vedat (2009); “Parasal Aktarım Mekanizması İşleyişi ve Ampirik Bulgular,” Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, sayı 33, s. 225-247.
- Ceylan, İbrahim M. (2013); “*Fiyat İstikrarını Sağlamaya Yönelik Enflasyon Hedeflemesi Politikaları: Türkiye Örneği*,” Yüksek Lisans Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Claus, Iris ve Christie Smith (1999); “Financial Intermediation and The Monetary Transmission Mechanism,” *Reserve Bank of New Zealand*, Bulletin Vol 62, No 4.
- Cömert, Hasan ve Oktar Türel (2016); “Finansal Küreselleşme Sürecinde Türkiye’de Para Politikalarının Evrimi, 1980-2014,” *ERC Working Paper in Economics* 16/13, November 2016.
- Çakır, Zeynep (2012); “*Türkiye’de Kredi Kanalıyla Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi*,” Yüksek Lisans Tezi, Bilecik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bilecik.
- Çakmaklı, Selim (2005); “*Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye Uygulaması*,” Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi, Adana.
- Çavuşoğlu, Fazilet (2010); “*Para Politikası Faiz Oranlarından Mevduat ve Kredi Faiz Oranlarına Geçişkenlik: Türkiye Örneği*,” Uzman Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Haziran, Ankara.
- Çetin, Müzeyyen Ö. (2016); “Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) Para Politikası Uygulamalarının Gelişimi,” *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, Cilt 8, Sayı 14, s. 67-101.

- Çevik, S., ve Teksöz, K. (2012); “Lost in Transmission? The Effectiveness of Monetary Policy Transmission Channels in the GCC Countries,” *IMF Working Paper No. 12/191*.
- Dağlaroğlu, Tolga (2013); “*Gelişmekte Olan Piyasa Ekonomilerinde Teoride ve Pratikte Enflasyon Hedeflemesi*,” Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2013, İstanbul.
- Dahlhaus, Tatjana (2012); “Monetary Policy Transmission During Financial Crises: An Empirical Analysis,” JOB Market Paper, Universitat Autònoma de Barcelona, Spain.
- Demir, Faruk, Emine Ermişoğlu, Ayşegül Karabıyık ve Ayhan Küçük (2008); “ABD Mortgage Krizi,” *Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu Çalışma Tebliği*, Sayı 3, Ağustos, 2008.
- Doğan, Burhan (2012); “Geleneksel Aktarım Mekanizması: Türkiye Örneği,” *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı 33, s. 211-220, Ağustos, 2012.
- Doğan, Burhan B. ve Zeki Akbakay (2016); “Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Uygulanması,” *Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Yıl-8, s. 136-155, Ekim 2016.
- Doğan, Burhan ve Burak Kılıçoğlu (2014); “Türkiye’de Uygulanan Para Politikaları Kapsamında Fedakarlık Oranının Tahmin Edilmesi,” *Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt 7, Sayı 2, s. 1-10.
- Doğru, Bülent (2012); “*Merkez Bankası Politikalarının Fiyat İstikrarı ve Diğer İktisadi Olgular Açısından Değerlendirilmesi ve Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Örneği*,” Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2012, İstanbul.
- Duramaz, Selim ve İlkay Dilber (2015); “Küresel Kriz Sürecinde Para Politikasında Yeni Bir araç Olarak Faiz Koridoruna Genel Bir Bakış,” *Maliye Araştırmaları Dergisi*, Yıl-1, Cilt 1, Sayı 1, s. 29-38.
- Duygulu, Aylin A. (1998); “Döviz Kuru İstikrarının Ekonomik İstikrar Açısından Değerlendirilmesi,” *Dokuz Eylül Üniversitesi, İİBF Dergisi*, Cilt 13, Sayı 1, s. 107-118.
- Enders, W. (2010), “*Applied Econometric Time Series*”, Third Edition, New Y. John Wiley & Sons.
- Eraslan, Cemil (2015); “Parasal Aktarım Mekanizması ve Döviz Kuru Kanalı: Türkiye Örneği,” *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı 44, s. 79-91, Nisan- 2015.

- Erdemil, Cumali (2006); “*Parasal Aktarım Mekanizması Kanalları*,” Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006, Ankara.
- Erdönmez, Pelin A. (2009); “Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi,” *Bankacılar Dergisi*, sayı 68, s. 89.
- Ermışoğlu, Ergun (2011); “*Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Türkiye’deki Başarısının Değerlendirilmesi*,” Uzman Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Mayıs/2011, Ankara.
- Ermışoğlu, Ergun, Arif Oduncu ve Yasin Akçelik (2013); “Rezerv Opsiyon Mekanizması ve Kur Oynaklığı,” *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Ekonomi Notları*, Sayı 2013-04/31 Ocak 2013.
- Ersoy, Hicabi ve Gökhan Işıl (2016); “Küresel Kriz Sonrası Merkez Bankası Para Politikaları ve Finansal Sistem Üzerine Etkileri,” *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Özel Sayı 29, s. 349-374.
- Fırat, Emine (2006a); “*Ekonomik Krizler ve İstikrar Paketleri Türkiye Uygulaması (1980-2002)*,” Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Fırat, Emine (2009b); “Türkiye’de 1980 Sonrası Yaşanan Üç Büyük Kriz ve Sonuçlarının Ekonomi-Politiği,” *Selçuk Üniversitesi İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, s. 501-524, Konya.
- Filho, Nelson H. Barbosa (2008); “Inflation Targeting in Brazil: 1999-2006,” *International Review of Applied Economics*, vol 22, no 2, March 2008, pp. 187-200.
- Freedman, Charles ve İnci Ö. Robe (2009); “Country Experiences with The Introduction and Implementation of Inflation Targeting,” *IMF Working Paper*, WP/09/161, July, 2009.
- Genç, İsmail H. Ve Mehmet Balcılar (2010); “Turkish Experience With Inflation Targeting,” http://www.cee.boun.edu.tr/downloads/genc_balcilar.pdf, (Erişim: 20.02.2018)
- Göktaş, Deniz (2010); “*Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Altında Parasal Aktarım Mekanizması*,” Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ağustos-2010, Eskişehir.
- Gujarati, D.N. (2006). “*Basic Econometrics*”. McGraw-Hill, New York, Edition 5, ISBN:1428808485, 553 – 555.

- Güneş, Sevcan, Sinem P. Gürel ve Birgül Cambazoğlu (2013); “Dış Ticaret Hadleri, Dünya Petrol Fiyatları ve Döviz Kuru İlişkisi, Yapısal VAR Analizi: Türkiye Örneği,” *Uluslararası Yönetim ve İşletme Dergisi*, Cilt 9, Sayı 20, s. 1-18.
- Güney, Selami ve Nur D. Alacahan (2012); “Parasal aktarım Mekanizmaları ve Türkiye Değerlendirmesi,” *Akademik Bakış Dergisi*, Sayı 33, Kasım-Aralık, 2012.
- Gür, T. Ekin (2003); “Kredi Kanalının Etkin Çalışması ve Türkiye Uygulaması,” Uzman Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Eylül 2003, Ankara.
- Gürsoy, Ömer (2015); “Enflasyon Hedeflemesi Rejimi İle Birlikte Alınan TCMB Para Politikası Kuru Kararlarının BİST 100 Endeksine Etkisi,” Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.
- Heenan, Geoffrey, Marcel Peter ve Scott Roger (2006); “Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design and Communications,” *IMF Working Paper*, WP/06/278, December 2006.
- Iwata, Shigeru ve Shu Wu (2006); “Estimating Monetary Policy Effects When Interest Rates are Close to Zero,” *Journal of Monetary Economics* 53 (2006) 1395-1408, Department of Economics, The University of Kansas.
- İbiş, Emre (2013); “2001 Krizi: Türk Bankacılık Sektörü Üzerindeki Etkileri,” Yüksek Lisans Tezi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bankacılık ve Finans Anabilimdalı, Ankara.
- İğdeli, Arif ve Erşan Sever (2016); “Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Ekonomik Performans: Ülkeler Arası Mukayeseli Analiz,” *Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi*, Cilt 17, Sayı 36, s. 116-137.
- İnan, Emre A. (2001); “Parasal aktarım Mekanizmasının Kredi Kanalı ve Türkiye,” *Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılar Dergisi*, Sayı 39, s. 1-91, 2001.
- Kaderli, Yusuf ve Hatice Küçükkaya (2012); “2008 Dünya Finansal Krizi Sonrası Türkiye Ekonomisinde Yaşanan Gelişmelerin Bazı Ülkelerle Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi,” *Pamukkale Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Sayı 12, s. 85-96.
- Kadioğlu, Ferya, Nilüfer Özdemir ve Gökhan Yılmaz (2000); “Inflation Targeting in Developing Countries,” *The Central Bank of The Republic of Turkey, Discussion Paper*, September, 2000.

- Kamin, Steven, Philip Turner ve Jozef Van't dack (1998); "The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Emerging Market Economies: An Overview," *BIS Policy Papers*, No 3, January 1998.
- Kara, A. Hakan (2006); "Turkish Experience with İmplicit Inflation Targeting," The Central Bank of The Republic of Turkey, Research and Monetary Policy Department, *Working Paper* No 06/03.
- Kara, A. Hakan ve Musa Orak (2008); "Enflasyon Hedeflemesi," *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü*.
- Kara, A. Hakan (2012); "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası," *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Çalışma Tebliği*, No 12/17, Haziran 2012.
- Karagöz, Hakan (2009); "Küresel Ekonomik Kriz ve Alınan Ekonomik Tedbirler," *Konya Ticaret Odası*, 2009, Konya.
- Kartal, Fikret (2011); "Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Para Politikasının Görünümü," *Maliye ve Finans Yazıları*, Sayı 91, s. 77-100, Nisan- 2011.
- Kasapoğlu, Özgür (2007); "*Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama*," Uzman Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Şubat-2007, Ankara.
- Katı, Esra (2014); "*Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının İşleyişi ve Türkiye Örneği: VAR Modeli Çerçevesinde Ampirik Bir Uygulama*," Yüksek Lisans Tezi, Kırklareli Üniversitesi, Haziran, 2014.
- Kaya, Dilek G. Ve Ayşe D. Kaygısız (2015); "2008 Küresel Krizi ve Sonrasında Türkiye'de Uygulanan Maliye Politikalarına Bir Bakış," *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, Cilt 11, Sayı 26, s. 171-194, Süleyman Demirel Üniversitesi.
- Khan, Mohsin S. (2003); "Current Issues in The Design an Conduct of Monetary Policy," *IMF Working Paper*, 2003.
- Kocadağ, Sezen (2010); "*Ekonomik Krizlerle Mücadelede Maliye Politikasının Rolü: Türkiye'de 1980 Sonrası Döneme Yönelik Bir İnceleme*," Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir.
- Konya Ticaret Odası (2011); "2011 Yılı Ekonomik Değerlendirmesi," <http://www.kto.org.tr/d/file/2011-yili-ekonomik-degerlendirmesi> (Erişim:15.03.2018).
- Korkmaz, Esfender ve Arzu Tay Bayramoğlu (2011); "Küresel Kriz, Türkiye'ye Etkileri ve Çözüm Önerileri", *Kafkas Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt 1, S.1, s.111-135.

- Kovalchuk, Arthur (2012); "Inflation Targeting in Developing Countries: Influence On Growth and Inflation Volatility," *Kyiv School of Economics*.
- Kutlar, Aziz ve Murat Sarıkaya (2003); "Asimetrik Enformasyon ve Marjinal Maliyet Fiyatlandırma Modeli Çerçevesinde Türkiye'de Kredi Tayinılması ve Faiz Oranlarının Tahmini," *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 4, Sayı 1. S. 1-17.
- Kutlar, Aziz ve Hilal Gündoğan (2013); "Türkiye'de 2008 Finansal Kriz Sürecinde Para Politikası ve Enflasyon Hedeflemesi," *EKEV Akademi Dergisi*, Yıl 17, sayı 54.
- Küçük, Hande, Pınar Özlü, Anıl Talaslı, Deren Ünalnış ve Canan Yüksel (2014); "Interest Rate Corridor, Liquidity Management and The Overnight Spread," *Central Bank of The Republic of Turkey, Working Paper*, No 14/02.
- Loayza, Norman ve Klaus S. Hebbel (2002); "Monetary Policy Functions and Transmission Mechanisms: An Overview," *Central Bank of Chile*.
- Meltzer, H. Allan (1995); "Monetary Credit and (other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective," *Journal of Economic Perspectives*, Vol 9, No 4, pp. 49-72.
- Mishkin, Frederic S. (1996); "The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy," *NBER Working Paper Series*, February, 1996.
- Mishkin, Frederic S. Ve Miguel A. Savastano (2000); "Monetary Policy Strategies for Latin America," *NBER Working Paper Series*, No 7617, March 2000.
- Mishkin, Frederic S. (2001); "Inflation Targeting ," *Graduate School of Business Columbia University and National Bureau of Economic Research*, July 2001.
- Mishkin, Frederic S. (2001); "The Transmission Mechanism and The Role of Asset Prices in Monetary Policy," *NBER Working Paper Series*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, December, 2001.
- Mishkin, Frederic S. (2004); "The Economics of Money, Banking and Financial Markets," *Columbia University*, Seventh Edition.
- Mishra, Prachi, Peter J. Montiel ve Antonio Spilimbergo (2010); "Monetary Transmission in Low Income Countries," *CEPR Discussion Paper* No: DP7951, August.
- Mukhtarov, Shahriyar, Hasan Selçuk ve Elvin Mammadov (2016); "Monetary Transmission Mechanisms: The Case of Azerbaijan," *Journal of Research in Business and Social Science*, Vol 5, No 2, s. 16-33.

- Oktar, Suat, Nadir Eroğlu ve İlhan Eroğlu (2013); “2008 Global Finans Kriz, Parasal Aktarım Kanalları ve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası’nın (TCMB) Deneysel Politika Çabaları, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi*, Cilt 35, Sayı 2, s. 1-28, No 10.
- Oktar, Suat ve Kamil Yurdabak (2015); “2008 Küresel Kriz Sonrası Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Para Politikası Uygulamaları,” *Akademik Hassasiyetler Dergisi*, Cilt 2, Sayı 4, 2148-5933.
- Omolade, Adeleke ve Harold Ngalawa (2016); “Monetary Policy Transmission Mechanism and Growth of the Manufacturing Sectors in Libya and Nigeria: Does Exchange Rate Regime Matter?” *Journal of Entrepreneurship, Business and Economics*, Vol 5, No 1.
- Oros, C., ve Romocea-Turcu, C. (2009); “The Monetary Transmission Mechanisms in the CEECs: a Structural VAR” *Approach. Applied Econometrics and International Development*, Vol 9, No 2, p.p. 73-86.
- Önder, Timur (2005); “*Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması*,” Uzman Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Mayıs, Ankara.
- Özatay, Fatih (2012); “Para Politikasında Yeni Arayışlar,” *İktisat ve Toplum Dergisi*, TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi, Sayı 15, s. 20-30.
- Özcan, C. Ceyhun (2010); “*Parasal Aktarım Mekanizması Kanalları: Türkiye Üzerine Bir Analiz*,” Yüksek Lisans Tezi, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, Ağustos.
- Özçiçek, Ömer (2006); “Türkiye’de 1980 Sonrası Para Aktarım Mekanizmasında Kredi Kanalının Yeri,” *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt 15, Sayı 1, s. 257-268.
- Özdemir, K. Ahmet (2012); “*Parasal Aktarım Mekanizmasında Banka Kredi Kanalının Yeri: Türkiye Üzerine Bir İnceleme*,” Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, 2012.
- Özkan, F. Özlem (2007); “*Kurumsal Yapının Politika Başarımına Etkisi: enflasyon Hedeflemesini Uygulayan Ülkeler Üzerine Bir İnceleme*,” Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi, Adana.
- Öztürk, Serdar (2009); “Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Karşılaştırmalı Analizi,” *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, Cilt 16, Sayı 1, s. 191-205, Celal Bayar Üniversitesi, Manisa.
- Öztürk, Serdar ve Bekir Gövdere (2010); “Küresel Finansal Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri,” *Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt 15, Sayı 1, s. 337-397.

- Paya, Merih (2007); *Para Teorisi ve Para Politikası*, Filiz Kitabevi, 4. Baskı, Kasım- 2007, İstanbul.
- Pehlivan, Nazan (2015); “*Alternatif Para Politikası stratejilerinin Karşılaştırılması ve Türkiye'nin Enflasyon Hedeflemesi Deneyimi*,” Yüksek Lisans Tezi, Kırklareli Üniversitesi, Mart.
- Peker, Hasan S. (2011); “Türkiye’de Enflasyon ve Enflasyon Hedeflemesi Uygulamasının Değerlendirilmesi,” *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, Cilt 16, Sayı 22, s. 488-506.
- Petursson, Thorarinn G. (2005); “Inflation Targeting and Its Effects on Macroeconomic Performance,” *SUERF- The European Money and Finance Forum*, Vienna, 2005.
- Rabin, Alan A. ve Leland B. Yeager (1997); “The Monetary Transmission Mechanism,” *Eastern Economic Journal*, Vol 23, No 3, p.p. 293-299.
- Roger, Scott (2009); *Inflation Targeting at 20: Achievements and Challenges*, IMF Working Paper, WP/09/236.
- Rondina, Francesca (2016); “The Adoption of Inflation Targeting in Canada: SVAR İdentification Using Changes in Policy,” *University of Ottawa*, May, 2016.
- Samkharadze, Besık (2008); “Monetary Transmission Mechanism İn Georgia: Analyzing Pass- Through of Different Channels,” *Center for Operations Research and Econometrics (CORE)*, Belgium.
- Serel, Alpaslan ve Musa Bayır (2013); “2008 Küresel Finansal Krizinde Para Politikası Uygulamaları: Türkiye Örneği,” *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, Sayı 19, s. 59-80.
- Serel, Alpaslan ve İsmail C. Özkurt (2014); “Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları ve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası,” *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, Sayı 22, s.56-71.
- Seyrek, İsmail, Mehmet Duman ve Murat Sarıkaya (2004); “Parasal Aktarım Mekanizması ve Para Politikası Aracı: Türkiye’de Aktarım Mekanizması,” *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 5, Sayı 1, s. 201-2011.
- Sims, A.C. (1980). “Macroeconomic and Reality”. *Econometrica*, C. 48, S.1, ss. 1-48.
- Sims, C. (1986). “Are Forecasting Models Usable For Policy Analysis?”. *Quarterly Review*, *Federal Reserve Bank of Minneapolis*.

- Smets, Frank ve Rof Wauters (1999); "The Exchange Rate and The Monetary Transmission Mechanism in Germany," DNB Stoff Reports 1999, No 35, De Nederlandsche Bank.
- Şahin, Hüseyin (2012); Türkiye Ekonomisi Tarihsel Gelişimi- Bugünkü Durumu, Ezgi Kitabevi Yayınları, Yenilenmiş 12. Baskı, Bursa- 2012.
- Taş, Derya (2006); "Parasal Aktarım Mekanizması ve VAR Analizi İle Türkiye Uygulaması," Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006, İstanbul.
- Taş, Seyhan, İbrahim Örnek ve Selen Utlu (2012); "Banka Kredi Kanalı ve Türkiye Uygulaması," Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 21, Sayı 1, s. 53-74.
- Taşar, M. Okan (2010); "Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve Makro Ekonomik Etkilerinin Analizi," Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt 3, Sayı 1, s. 76-97.
- Tatlıyer, Mevlüt (2016); "Enflasyon Hedeflemesini Aşmak," Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı, Sayı 168, s. 5-20, Ankara.
- Tay Bayramoğlu, Arzu ve Larry Allen (2017); "Inflation Dynamics and Monetary Transmission in Turkey in the Inflation Targeting Regime," *Journal of Reviews on Global Economics*, Vol 6, No 1, pp.1-14.
- Taylor, B. John (1995); "The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework," *Journal of Economic Perspectives*, Vol 9, No 4, pp. 11-26.
- TCMB (2001); *2001 Yıllık Rapor*, Ankara, 2002, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/c8d9f12a-335b-4703-a849-f5dae3d4afbf/YR2001.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-c8d9f12a-335b-4703-a849-f5dae3d4afbf-m3fBcyU>, (Erişim: 05.09.2017)
- TCMB (2002); *2002 Yıllık Rapor*, Ankara, 2003, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/d570c9ee-c1e1-4cc9-8f9e-be3b243bb56b/YR2002.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-d570c9ee-c1e1-4cc9-8f9e-be3b243bb56b-m3fBcyS>, (Erişim: 05.09.2017).
- TCMB (2003); *2003 Yıllık Rapor*, Ankara 2004, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/76c37c81-c29e-45ca-8084-f6d12a4f933a/YR2003.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-76c37c81-c29e-45ca-8084-f6d12a4f933a-m3fBcyV>, (Erişim: 05.09.2017)
- TCMB (2004); *2004 Yıllık Rapor*, Ankara, 2005, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/7d9df702-466c-4025-b517-9806e5b66af1/YR2004.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-7d9df702-466c-4025-b517-9806e5b66af1-m3fBcyT>, (Erişim: 05.09.2017)

- TCMB (2005); *2005 Yıllık Rapor*, Ankara, 2006, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/0341c9d1-9c00-4101-a02b-33b7a1b9e0ec/YR2005.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-0341c9d1-9c00-4101-a02b-33b7a1b9e0ec-m3fBcyS>, (Erişim: 05.09.2017)
- TCMB (2006); *2006 Yıllık Rapor*, Ankara, 2007, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/7db32e7a-f3a3-4f13-b4a7-51b09230f7b4/06turkce.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-7db32e7a-f3a3-4f13-b4a7-51b09230f7b4-m3fBcyU>, (Erişim: 05.09.2017)
- TCMB (2006); *Enflasyon Hedeflemesi Rejimi*, 2006, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/07d5ced0-3f5c-4fa8-bd23-619f6b3c1d6b/EnflasyonHedeflemesiRejimi.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-07d5ced0-3f5c-4fa8-bd23-619f6b3c1d6b-m5lkSAW>, (Erişim: 07.09.2017)
- TCMB (2007); *2007 Yıllık Rapor*, Ankara, 2008, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/00fc82e9-7c6c-40ba-abc4-9f3916d17850/07turkce.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-00fc82e9-7c6c-40ba-abc4-9f3916d17850-m3fBcyV>, (Erişim: 15.09.2017)
- TCMB (2007); *Parasal Aktarım Mekanizması*, Bülten, Sayı: 6, Haziran, 2007, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/a9a86bff-f063-4f51-875d-8551e909f1ab/Bulten_Turkce6.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-a9a86bff-f063-4f51-875d-8551e909f1ab-m3fB9z6, (Erişim: 16.09.2017)
- TCMB (2008); *2008 Yıllık Rapor*, Ankara, 2009, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/9845e257-4837-4a9a-8bb6-c59ad28a416b/08turkce.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-9845e257-4837-4a9a-8bb6-c59ad28a416b-m3fBcyS>, (Erişim: 16.09.2017)
- TCMB (2009); *2009 Yıllık Rapor*, Ankara, 2010, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/95d30d54-335f-4540-847d-9068a4322c69/09turkce.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-95d30d54-335f-4540-847d-9068a4322c69-m3fBcyR>, (Erişim: 16.09.2017)
- TCMB (2011); *2011 Yıllık Rapor*, Ankara, 2012, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/2c410323-ed57-4de2-8706-d5dca78727d/11turkce.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-2c410323-ed57-4de2-8706-d5dca78727d-m3fBcyT>, (Erişim: 16.09.2017)

- TCMB (2012); *2012 Yıllık Rapor*, Ankara, 2013, <http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2012/files/tr-full.pdf>, (Erişim: 16.09.2017)
- Temuçin, Teoman S. (2013); “Küçük Buhran Sonrası Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Politikaları,” *Politik-Ekonomi*, <http://politik-ekonomi.com/arsiv.html> (Erişim Tarihi: 29/08/2017).
- TEPAV (2009); *Türkiye Ekonomisi İçin Kriz Önlemleri*, TEPAV Küresel Kriz Çalışma Grubu, <http://www.tepav.org.tr/upload/files/>.
- Tetik, Metin ve Reşat Ceylan (2015); “Faiz Koridoru Stratejisinin Hisse Senedi Fiyatları ve Döviz Kuru Üzerine Etkisinin İncelenmesi,” *Business and Economics Research Journal*, vol 6, No 4, pp. 55-69.
- Tutar, Eser (2005); “Enflasyon Hedeflemesinin Ön Koşulları: Türkiye’de Para Politikası Araçları ile Enflasyon Hedeflemesi Arasındaki İlişkinin İncelenmesi,” Uzman Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Ünalmiş, Deren ve İbrahim Ünalmiş (2015); “Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödenmesi,” *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Ekonomi Notları*, Sayı 2015-01/02.
- Ünsal, Erdal (2007); *İktisada Giriş*, İmaj Yayınevi, Birinci Baskı, Ağustos- 2007.
- Variçli, Emine (2011); “Parasal Aktarım Mekanizması ve Türkiye Ekonomisi için Banka Kredi Kanalının Etkinliği Üzerine Bir İnceleme: Teori ve Uygulama,” Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi, Temmuz, Eskişehir.
- Varlık, Serdar (2014); “Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Finansal İstikrar: Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir İnceleme,” *Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, 2014, Ankara.
- Vinayagathan, T (2013); “Monetary policy and the real economy: A Structural VAR Approach for Sri Lanka,” *National Graduate Institute for Policy Studies*, 13(13), pp. 1-31.
- Yay, G. Gülsün (2001); “Chicago Okulu, Milton Friedman ve Monetarizm,” *Liberal Düşünce Dergisi*, Sayı 24, s. 196-207.
- Yıldırım, Kemal, Doğan Karaman ve Murat Taşdemir (2013); *Makro Ekonomi*, Güncellenmiş 11. Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2013.
- Yılmaz, Durmuş (2010); “Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Çıkış Stratejisi Genel Çerçevesi,” *TCMB*, 14 Nisan 2010, İstanbul.
- Yiğit, Nazan (2009); “Türkiye’de ve Yükselen Ekonomilerde Para Politikası Uygulamaları ve Enflasyon Hedeflemesi,” Mesleki Yeterlilik Tezi, T.C. Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Bakanlığı, Ankara.

Yiğit, Özlem ve Atilla Gökçe (2012); “Türkiye’de Çekirdek Enflasyon: Ekonometrik Bir Yaklaşım,” *Central Bank Review*, Vol 12, pp. 37-51.

Yurdakul, Hasan (2015); “2008 Küresel Ekonomik Krizi ve Türkiye’ye Etkisi,” <http://sahipkiran.org/2015/01/12/kuresel-ekonomik-kriz/> (Erişim Tarihi: 29/08/2017).

Yücememiş, Başak T., Ufuk Alkan ve Canan Dağdır (2015); “Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru: Türkiye’de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi,” *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, Cilt 7, Sayı 13, s. 449-478.



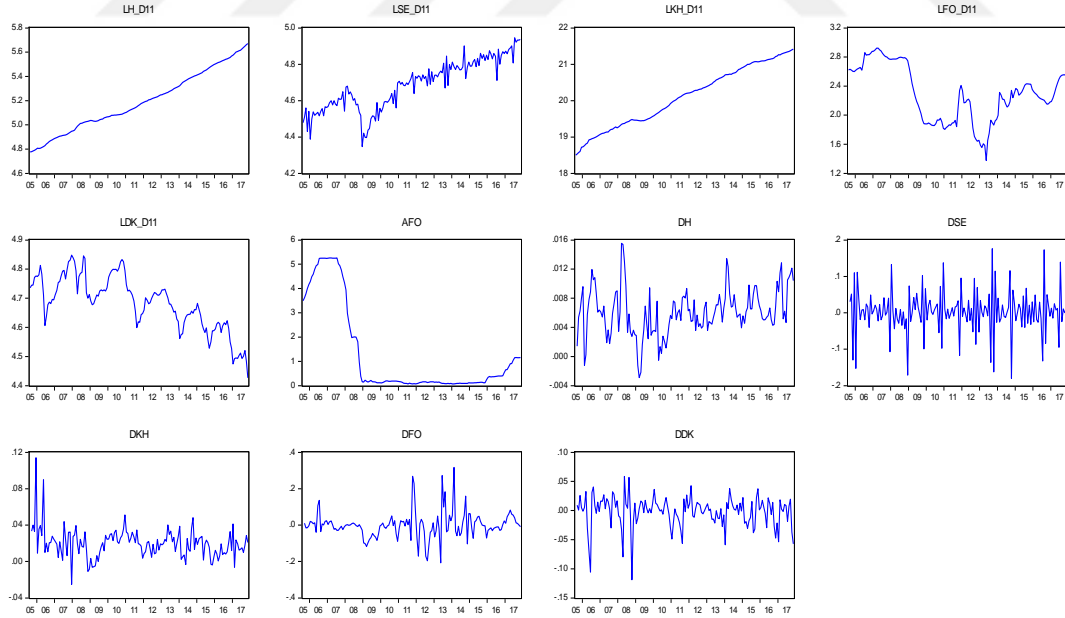
EKLER

Ek 1: Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistikleri

	LH_D11	LSE_D11	LKH_D11	LFO_D11	LDK_D11	AFO	DH	DSE	DKH	DFO	DDK
Mean	5,19	4,68	20,10	2,29	4,68	1,27	0,01	0,00	0,02	0,00	0,00
Median	5,16	4,70	20,18	2,28	4,70	0,18	0,01	0,01	0,02	0,00	0,00
Maximum	5,67	4,95	21,42	2,92	4,85	5,26	0,02	0,18	0,11	0,32	0,06
Minimum	4,78	4,35	18,50	1,38	4,43	0,07	0,00	-0,18	-0,03	-0,21	-0,12
Std. Dev.	0,25	0,14	0,82	0,38	0,09	1,85	0,00	0,06	0,02	0,07	0,03
Skewness	0,19	-0,17	-0,08	-0,07	-0,40	1,33	0,17	-0,26	1,70	1,15	-1,32
Kurtosis	1,96	2,17	1,76	2,02	2,63	3,04	3,62	4,66	12,23	8,12	6,67
Jarque-Bera	7,51	4,93	9,68	6,07	4,86	43,59	3,01	18,59	592,41	192,72	125,17
Probability	0,02	0,09	0,01	0,05	0,09	0,00	0,22	0,00	0,00	0,00	0,00
Sum	768,33	693,35	2974,48	339,19	693,15	188,32	0,89	0,46	2,92	-0,08	-0,31
Sum Sq. Dev.	8,93	2,82	99,46	21,33	1,27	505,10	0,00	0,53	0,04	0,76	0,10
Observations	148,00	148,00	148,00	148,00	148,00	148,00	147,00	147,00	147,00	147,00	147,00

Not: “_D11”, logaritmik dönüşümü yapılmış ve mevsimsellikten arındırılmış değişkenleri, D_”, logaritmik dönüşümlü ve farkı alınmış değişkenleri ifade etmektedir.

Ek 2: Değişkenlerin Zaman Serisi Grafikleri



Not: “_D11”, logaritmik dönüşümü yapılmış ve mevsimsellikten arındırılmış değişkenleri, D_”, logaritmik dönüşümlü ve farkı alınmış değişkenleri ifade etmektedir.

Ek 3: Yapısal VAR Tahmin Sonuçları

Date: 04/18/18 Time: 11:42				
Sample (adjusted): 2005M10 2017M11				
Included observations: 146 after adjustments				
Estimation method: method of scoring (analytic derivatives)				
Convergence achieved after 1 iterations				
Structural VAR is just-identified				
Model: $Ae = Bu$ where $E[uu'] = I$				
Restriction Type: short-run pattern matrix				
A =				
1	C(1)	C(2)	C(4)	C(7)
0	1	C(3)	C(5)	C(8)
0	0	1	C(6)	C(9)
0	0	0	1	C(10)
0	0	0	0	1
B =				
C(11)	0	0	0	0
0	C(12)	0	0	0
0	0	C(13)	0	0
0	0	0	C(14)	0
0	0	0	0	C(15)
	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C(1)	-0,002833	0,004271	-0,663453	0,5070
C(2)	0,000197	0,013073	0,015066	0,9880
C(3)	-0,564282	0,249011	-2,266092	0,0234
C(4)	-0,003386	0,002846	-1,189680	0,2342
C(5)	0,029971	0,055099	0,543956	0,5865
C(6)	-0,013744	0,018277	-0,751973	0,4521
C(7)	0,004634	0,008057	0,575183	0,5652
C(8)	0,035785	0,156114	0,229223	0,8187
C(9)	0,172899	0,049873	3,466754	0,0005
C(10)	0,097209	0,225688	0,430721	0,6667
C(11)	0,002287	0,000134	17,08801	0,0000
C(12)	0,044314	0,002593	17,08801	0,0000
C(13)	0,014728	0,000862	17,08801	0,0000
C(14)	0,066691	0,003903	17,08801	0,0000
C(15)	0,024456	0,001431	17,08801	0,0000
Log likelihood		1859.891		
Estimated A matrix:				
1,000000	-0,002833	0,000197	-0,003386	0,004634
0,000000	1,000000	-0,564282	0,029971	0,035785
0,000000	0,000000	1,000000	-0,013744	0,172899
0,000000	0,000000	0,000000	1,000000	0,097209
0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	1,000000
Estimated B matrix:				
0,002287	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
0,000000	0,044314	0,000000	0,000000	0,000000
0,000000	0,000000	0,014728	0,000000	0,000000
0,000000	0,000000	0,000000	0,066691	0,000000
0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,024456

ÖZGEÇMİŞ

1990 yılında Bartın ilinin Ulus ilçesinde doğdum. İlköğretim ve Lise eğitimimi İstanbul Sefaköy’de tamamladım. 2009 yılında okumaya hak kazandığım Bülent Ecevit Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümünden 03/07/2013 tarihinden mezun oldum. Aynı yıl Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı yüksek lisans programına kabul edildim. Yüksek lisansımı 12/06/2018 tarihinde gerçekleşen tez savunmam sonucunda başarılı olarak tamamladım. Profesyonel bir iş hayatım olmamakla birlikte halen Kamu Personeli Seçme Sınavı ve çeşitli kurumların açmış oldukları sınavlara hazırlanmaktayım.