T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
FİNANS ENSTİTÜSÜ
FİNANS ANA BİLİM DALI
ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS
YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASI KURULU KARARLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Yüksek Lisans Tezi

Necati ŞAHİN

200003448

İstanbul, 2021

T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
FİNANS ENSTİTÜSÜ
FİNANS ANA BİLİM DALI
ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS
YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASI KURULU KARARLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Yüksek Lisans Tezi

Necati ŞAHİN
200003448

Danışman: Dr. Öğr. Üyesi Hicabi ERSOY

İstanbul, 2021

T.C. İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ

T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
.....FİNANS..... ENSTİTÜSÜ

YÜKSEK LİSANS TEZİ ONAY FORMU

Finans ABD Uluslararası Bankacılık ve Finans Yüksek Lisans programı öğrencisi Necati ŞAHİN'in Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikası Kurulu Kararlarını Etkileyen Faktörler başlıklı tez çalışması, Enstitümüz Yönetim Kurulu 15.02.2021 tarih ve 121-1 sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından oybirliği/~~oyçokluğu~~ ile Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

	UNVANI, ADI SOYADI	ÜNİVERSİTE
TEZ DANIŞMANI	: Dr. Öğr. Üyesi Hicabi ERSOY	İstanbul Ticaret Ünv.
JÜRİ ÜYESİ	: Dr. Öğr. Üyesi Muhittin ADIGÜZEL	İstanbul Ticaret Ünv.
JÜRİ ÜYESİ	: Dr. Öğr. Üyesi Bülent GÜNCELER	İstanbul Okan Ünv.

(*) Yüksek lisans tez savunma jürileri en az biri kurum dışından olmak üzere danışman dahil en az üç öğretim üyesinden oluşur. Jürinin üç kişiden oluşması durumunda eş danışman jüri üyesi olamaz. Eş tez danışmanının jüri üyesi olması durumunda asıl jüri beş üyeden oluşur.

ÖZET

Ekonomik ve siyasal olarak zor geçen 1990'lı yılların ardından 2001 yılı başında tarihinin en derin ekonomik krizlerinden birisini yaşayan Türkiye, krizden hemen sonra, para politikası rejimi olarak Enflasyon Hedeflemesi uygulayan ülkeler arasına katılmıştır. Bu amaçla 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Kanunu'nda yapılan değişiklikler ile merkez bankasına araç bağımsızlığı sağlanmış ve teşkilat yapısına Para Politikası Kurulu (PPK) eklenmiştir. TCMB tarafından 2002-2006 yılları arasında "örtük" enflasyon hedeflemesi uygulanmış olup 2006 yılından itibaren açık enflasyon hedefi uygulamasına geçilmiştir.

PPK kararlarının değişik sektörler üzerindeki etkiler konusunda çok sayıda çalışma yapılmış olmasına rağmen, bu kararlar üzerinde nelerin etkili olabileceğine dair hemen hemen hiçbir çalışmaya rastlayamadık. Bu eksikliğin giderilmesi hususunda küçük bir adım olarak değerlendirilmesi gerektiğine inandığımız bu çalışmamızda; Ocak 2006- Aralık 2016 dönemini kapsayan 132 ayda yapılan PPK toplantılarında alınan kararlar üzerinde etkisi olabileceğini düşündüğümüz verilerin (Tüfe, Tüfe Beklentisi, Sanayi Üretimi, Kur, Tüketici Kredileri ve İşsizlik yıllık değişim oranları ile Cari Hesap yıllık fark) bağımsız değişken, PPK kararlarının en somut çıktısı olan Politika Faizinin bağımlı değişken olarak alındığı bir model kurduk. Ordered Probit (Sıralı Probit) yöntemi ile yaptığımız analiz sonucunda; modelin, toplam 132 karardan 94'ünü tahmin edebildiğini, ancak bu dönemde alınan 13 faiz artış kararından hiçbirisini tahmin edemediği gibi, 37 faiz düşüş kararından da ancak 17'sini tahmin edebildiğini gördük. Model ile elde edilen sonuçların, modelin kurulmasında örnek aldığımız çalışmalarla uyumlu olduğu da düşünüldüğünde, para politikasındaki özellikle sıkılaşma ya da gevşeme kararlarının, sadece iktisadi göstergelere bağlı matematiksel modellerle (en azından kullandığımız bu model ve verilerle) güçlü bir şekilde tahmin edilemeyeceği kanaatine vardık.

Ayrıca, aynı dönemde yapılan toplantılar sonrasında aynı gün yayımlanan PPK kararlarında yer alan konuların derlenmesinde ve incelenmesinde; karar aşamasında PPK üyelerinin, mevcut verilerin değerlendirilmesine ilave olarak ülkenin ve dünyanın içinde bulunduğu şartları ve konjonktürü de dikkate almış oldukları sonucuna ulaştık.

Anahtar kelimeler: *Merkez Bankacılığı, Para Politikası, Enflasyon Hedeflemesi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Para Politikası Kurulu.*

ABSTRACT

Following one of its deepest economic crises at the beginning of 2001, Turkey has joined the list of countries that implement inflation targeting as the monetary policy regime. For this purpose, changes made in the law and organizational structure of the Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT) (No.1211) to give it policy independence and created the Monetary Policy Committee (MPC) within CBRT. The "implicit" inflation targeting was applied by the CBRT between 2002-2006. Since 2006, explicit inflation target has been implemented.

Although there have been numerous studies on the effects of MPC decisions on different sectors, we have not found any studies on the factors that impact MPC decisions. In this study, which should be considered as a small step in eliminating this deficiency, we built a model to discover the factors that might have impacted the MPC decisions in 132 months, covering the period of January 2006 - December 2016. We used the following independent variables: Annual Changing Rates in Consumer Price Index (CPI), CPI Expectation, Industrial Production, Exchange Rate, Consumer Loans, Unemployment, and Annual Changing Amount in Current Account Balance, to explain the dependent variable, the Policy Rate. We used an Ordered Probit Model by assigning three values to the dependent variable, namely: Decrease, No Change, or Increase. In our analysis, our model specified 94 out of 132 decisions correctly. It could not estimate any of the 13 Policy Rate increases in this period. Furthermore the model could estimate only 17 out of 37 Policy Rate decreasing decisions. Considering that the results obtained with the model are compatible with earlier studies, we reached to the conclusion that changes in monetary policy cannot be predicted strongly with mathematical models (at least with these models and data we use) based on economic indicators.

In addition, we examined the MPC decisions published right after the meetings to compile and evaluate the issues discussed in the meetings, and we concluded that the MPC members took into account the conditions and conjuncture of the country and the world in addition to the evaluation of existing data during the decision phase.

Keywords: *Central Banking, Monetary Policy, Inflation Targeting, The Central Bank of The Republic of Turkey, Monetary Policy Committee*

ÖNSÖZ

İstanbul Ticaret Üniversitesinde Yüksek Lisans eğitimine başlamama vesile olan, eğitim sürecinde ilgi ve desteklerini hiç eksik etmeyen ve tez danışmanlığımı da üstlenen değerli hocam Sayın Dr. Hicabi Ersoy'a en kalbi teşekkürlerimi sunuyorum.

Eğitim sürecinde sürekli desteğini ve ilgisini hissettiğim, tez konusu seçmemde de katkılarını esirgemeyen değerli hocam Prof. Dr. Nazım Ekren ile Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasında mesai arkadaşlığı yapma gururunu taşıdığım, sürekli destek ve ilgilerini gördüğüm değerli hocalarım Prof. Dr. Necdet Şensoy ve Prof. Dr. Hasan Türedi'ye şükranlarımı sunuyorum.

Özellikle matematiksel model konusunda çok yardım ve desteklerini gördüğüm mesai arkadaşlarım Dr. M. Fatih Ekinci ve Dr. Cem Eyerci ile kardeşim Dr. Cemile Şahin'e özel teşekkür borcum var.

Teze katkıları ve ufuk açıcı değerlendirmeleri dolayısıyla jüri üyeleri saygıdeğer hocalarım Dr. Muhittin Adıgüzel ve Dr. Bülent Günceler'e teşekkür ediyorum. Ayrıca gerek Üniversitede derslerine katılarak faydalandığım, gerek tezin hazırlanması aşamasında eserlerinden istifade ettiğim bütün hocalarıma saygılar sunuyorum.

Nihayet, bu süreçte sürekli teşvik, destek ve sağladığı motivasyonla bana yardımcı olan, rahat ve huzurlu bir çalışma ortamı hazırlayan, hayat arkadaşım, sevgili eşim Handan Nisrin Şahin de özel bir teşekkürü hak ediyor.

İÇİNDEKİLER

ÖZET ..... **iii**
ABSTRACT ..... **v**
ÖNSÖZ ..... **vi**
KISALTMALAR ..... **xii**
GİRİŞ **1**
BİRİNCİ BÖLÜM **4**
MERKEZ BANKACILIĞININ KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ 4
1.1. Merkez Bankacılığının Tarihçesi 5
1.2. Merkez Bankasının Görevleri ve Fonksiyonları 10
İKİNCİ BÖLÜM **16**
KAVRAMSAL VE KURAMSAL OLARAK PARA POLİTİKALARI 16
2.1. Para Politikasının Amaçları 17
2.1.1. Fiyat İstikrarı 18
2.1.2. Finansal İstikrar 21
2.1.3. Ekonomik Büyüme ve İstihdam 23
2.2. Para Politikasının Araçları 24
2.2.1. Kısa Vadeli Faiz Oranları 24
2.2.1.1. Parasal Aktarım Mekanizması 25
2.2.1.1.1. Faiz Kanalı 27
2.2.1.1.2. Varlık Fiyatları Kanalı 28
2.2.1.1.3. Beklentiler Kanalı 28
2.2.1.1.4. Döviz Kuru Kanalı 28
2.2.2. Açık Piyasa İşlemleri 29
2.2.3. Reeskont Politikası ve Reeskont Oranları 32
2.2.4. Zorunlu Karşılıklar 33
2.2.5. İletişim Politikası 35
2.2.6. Diğer Araçlar 37
2.2.6.1. Parasal Genişleme 37

2.2.6.2. Kredi Genişlemesi 38
2.2.6.3. Döviz Müdahaleleri ve İhaleleri 38
2.3. Para Politikası Rejimleri 39
2.3.1. Parasal Hedefleme 40
2.3.2. Döviz Kuru Hedeflemesi 43
2.3.3. Enflasyon Hedeflemesi 45
2.3.3.1. Enflasyon Hedeflemesinin Tanımı ve Özellikleri 48
2.3.3.2. Enflasyon Hedeflemesinin Ön Şartları 48
2.3.3.3. Enflasyon Hedeflemesinin Operasyonel Çerçevesi 51
2.3.3.4. Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi 53

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM 57
TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) PARA POLİTİKASI KURULU (PPK) KARARLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER 57
3.1. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Para Politikası Kurulu (PPK) Karar Alma Süreci 61
3.2. Bazı İktisadi Göstergelerin Para Politikasının Oluşmasındaki Rollerinin Model Kurularak İncelenmesi 64
3.2.1. Model 64
3.2.2. Değişkenler 65
3.2.3. İnceleme 67
3.3. PPK Kararlarını Etkileyen Faktörlere PPK Karar Metinlerinde Kullanılan İfadelerden Hareketle Ulaşılması 72

SONUÇ 77
EKLER 80
KAYNAKÇA 93

TABLO LİSTESİ

Tablo 1. XX. Yüzyıl Öncesi Kurulan Merkez Bankaları 7
Tablo 2. Merkez Bankası Sayılarındaki Gelişim (1668 – 2020) 10
Tablo 3. Modern Bir Merkez Bankasının İşlevleri 15
Tablo 4. Global Beş Yıllık Ortalama Tüketici Fiyat Artış Oranları (1980-2019) 19
Tablo 5. APİ İşlemleri ve Fonksiyonları 31
Tablo 6. IMF'ye Göre Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkeler (2019) 47
Tablo 7. TCMB Politika Faizi Olarak Kullanılan Faiz Araçları (Ocak 2006 – Aralık 2016) 66
Tablo 8. Sıralı Probit Modeli ile İncelenen Değişkenler 67
Tablo 9. Gözlem Özeti 68
Tablo 10. Model Uyum Verisi 68
Tablo 11. Uyum Testi 68
Tablo 12. Sözde (Pseudo) R-kare 68
Tablo 13. Parametre Tahminleri 69
Tablo 14. Gözlem Özeti 70
Tablo 15. Model Uyum Verisi 70
Tablo 16. Uyum Testi 70
Tablo 17. Sözde (Pseudo) R-kare 70
Tablo 18. Parametre Tahminleri 71
Tablo 19. Politika Faizi Kararları ve Model Tahminlerinin Tutarlılığı 71
Tablo 20. PPK Kararlarında Geçen Konuların Yıllar İtibarıyla Sayıları (2006-2016) 73
Tablo 21. Nisbi Önemi Değişmeyen Konular 74
Tablo 22. Nisbi Önemi Azalan Konular 75
Tablo 23. Nisbi Önemi Artan Konular 75

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1. Global Ortalama Yıllık Tüketici Fiyat Artış Oranları (1980-2020) 19
Şekil 2. Basitleştirilmiş Aktarım Mekanizması 26
Şekil 3. Türkiye'de Enflasyon: Hedef ve Gerçekleşme (2002-2020) 56

EK LİSTESİ

Ek: 1. 2020 yılında Faaliyet Gösteren Merkez Bankalarının Listesi..... 80
Ek: 2. Probit Modelinde Kullanılan Veri Seti 82
Ek: 3. TCMB Faiz Oranları (Ocak 2006-Aralık 2016) 87
Ek: 4. PPK Kararlarında Geçen Konuların Yıllar İtibarıyla Grafikleri (2006-2016)..... 92

KISALTMALAR

APİ	Açık Piyasa İşlemleri
AMB	Avrupa Merkez Bankası
AOFF	Ağırlıklı Ortalama Fonlama Faizi
BIS	Bank for International Settlements (Uluslararası Ödemeler Bankası)
BİST	Borsa İstanbul A.Ş.
BoE	Bank of England (İngiltere Merkez Bankası)
BoJ	Bank of Japan (Japonya Merkez Bankası)
c.	Cilt
CIEPR	Committee on International Economic Policy and Reform (Uluslararası Ekonomi Politikası ve Reform Komitesi)
ECB	European Central Bank (Avrupa Merkez Bankası)
EKK	En Küçük Kareler
FAVAR	Faktör Artırımlı Vektör Otoregresyon
FED	Federal Reserve System (ABD Merkez Bankası)
FOMC	Federal Open Market Committee (ABD Merkez Bankası Para Politikası Kurulu)
IBRD	International Bank for Reconstruction and Development (Dünya Bankası)
IMF	International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
NİV	Net İç Varlıklar
NUR	Net Uluslararası Varlıklar
PBoC	People’s Bank of China (Çin Halk Cumhuriyeti Merkez Bankası)

PF	Politika Faizi
PFO	Politika Faizi Oranı
PPK	Para Politikası Kurulu
PT	Para Tabanı
ROM	Rezerv Opsiyonu Mekanizması
s.	Sayfa
SEACEN	The South East Asian Central Banks (Güney Asya Merkez Bankaları)
SU	Sanayi Üretimi
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
VAR	Vektör Otoregresif

GİRİŞ

1971 yılında Bretton Woods olarak bilinen uluslararası para sisteminin çökmesi ve aynı yıllarda yaşanan petrol krizi, dünyanın genelinde yüksek bir enflasyonist ortam oluşmasına yol açmıştır. Bu problem ile baş edebilmek için yapılan çalışmalar sonucunda, *"Enflasyon her zaman ve yer yerde parasal bir olgudur"* anlayışı genel kabul görmüş, enflasyon ile mücadele ve fiyat istikrarını sağlama görev ve sorumluluğunun merkez bankalarına verilmesi, bunun için de merkez bankalarına bağımsız karar alıp uygulama imkanının sağlanması gerektiği hususunda fikir birliğine varılmıştır.

Akademisyenlerin ve merkez bankalarının yaptıkları çalışmalar ve denemelerden sonra, beklenen enflasyon oranının *"nominal çıpa"* olarak kullanılması esasına dayanan *"Enflasyon Hedeflemesi"*nin, sürdürülebilir bir fiyat istikrarının sağlanabilmesi için en uygun para politikası rejimi olduğu konusunda genel bir mutabakat sağlanmıştır. Resmi ilk uygulaması 1990 yılında Yeni Zelanda'da yapılan enflasyon hedeflemesi rejimi zaman içinde birçok ülke tarafından kabul görmüştür.

Türkiye de, daha önce uygulanan politikalardan döviz kuruna dayalı istikrar programının 2001 yılı başında yaşanan ekonomik krizle çökmesi üzerine, krizden hemen sonra enflasyon hedefi uygulamasına geçmiştir. Bu amaçla 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Kanunu'nda yapılan değişiklikler ile merkez bankasına araç bağımsızlığı sağlanmış ve teşkilat yapısına Para Politikası Kurulu (PPK) eklenmiştir. TCMB tarafından 2002-2006 yılları arasında "örtük" enflasyon hedeflemesi uygulanmış olup 2006 yılından itibaren açık enflasyon hedefi uygulamasına geçilmiştir.

Türkiye'de açık enflasyon hedeflemesi uygulamasının başlamasından itibaren TCMB PPK her ay (2017-2019 yıllarında senede 8 defa) toplanarak kararlar almaktadır. Bu kararlardan en somut olanı, TCMB'nin politika faizi oranının belirlenmesidir. Merkez bankası politika faizi, bir referans değer olmasının yanında,

parasal aktarım mekanizması yoluyla, başta bankacılık ve finans sektörü olmak üzere ülke ekonomisinin genelini etkileme gücü olan bir değişkendir. Bu nedenle kamuoyu PKK toplantılarını ve kararlarını ilgi ve merakla takip eder.

Bu ilgi ve merakın sonucu, akademisyenler ve araştırmacılar tarafından PPK kararlarının değişik sektörler üzerindeki etkiler konusunda çok sayıda çalışma yapılmıştır. Fakat bu kararlar üzerinde nelerin etkili olabileceğine dair hemen hemen hiçbir çalışmaya rastlayamadık. Bu eksikliğin giderilmesi hususunda küçük bir adım olarak değerlendirilmesi gerektiğine inandığımız bu çalışmamızda; Ocak 2006- Aralık 2016 dönemini kapsayan 132 ayda yapılan PPK toplantılarında alınan kararlar üzerinde etkisi olan faktörleri bir matematiksel model ile anlamaya çalıştık. Ayrıca bu konuda tecrübeye dayanan gözlemlerimizi de paylaştık.

Tezimiz temel olarak üç bölümden oluşmaktadır. Kavramsal olarak merkez bankacılığını anlatmaya çalıştığımız birinci bölümde, merkez bankacılığının ortaya çıkmasından bugüne kadar geçirdiği gelişmelere kısaca değindik. Merkez bankacılığının tarihçesinden sonra, merkez bankalarının görev, yetki, sorumluluk ve fonksiyonları da bu bölümün içeriğini oluşturan konular.

İkinci bölümde, kavramsal ve kurumsal olarak para politikasından bahsediliyor. Para politikasının ne olduğu, para politikası uygulamaları ile hangi amaçlara ulaşılmaya çalışıldığı, bu amaçlara ulaşabilmek için hangi araçların kullanıldığı bölümün alt başlıklarını oluşturuyor. Bu bölümde ayrıca, Bretton Woods uluslararası para sisteminin 1971 yılında çökmesinde sonra, doğrudan ya da dolaylı olarak dayandığı kıymetli metal (altın) çıpasını kaybeden para politikaları için akademisyenler ve uygulamacılar tarafından yeni nominal çıpa arama gayretleri sonucunda denenen para politikası rejimlerini anlatmaya çalıştık. Günümüzde, Türkiye de dahil, bir çok ülke tarafından uygulanan enflasyon hedeflemesi rejimine daha geniş bir yer ayırdık.

Tezimizin özünü oluşturan üçüncü bölümde ise; öncelikle PPK kararlarının değişik sektörler üzerindeki etkileri konusunda yapılan çalışmalardan örneklere yer verdik. PPK üyelerinin karar vermeden önce nelerden etkilenmiş olabileceklerine dair bir çalışmaya rastlamamakla beraber; PPK kararlarının hangi piyasa aracı ile daha iyi tahmin edilebileceği konusunun araştırıldığı Alp, Kara, Keleş, Gürkaynak ve Orak

tarafından yapılmış bir araştırma olduğunu gördük. Ayrıca ABD merkez bankasının para politikası kurulu olan Federal Open Market Committee (FOMC) üyelerinin oy verirken nelere dikkat ettiklerine dair iki çalışmayı da değerlendirdik.

Bu çalışmanın özüne gelince; Ocak 2006- Aralık 2016 dönemini kapsayan 132 ayda yapılan PPK toplantılarında alınan kararlar üzerinde etkisi olabileceğini düşündüğümüz verilerin (Tüfe, Tüfe Beklentisi, Sanayi Üretimi, Kur, Tüketici Kredileri ve İşsizlik yıllık değişim oranları ile Cari Hesap yıllık fark) bağımsız değişken, PPK kararlarının en somut çıktısı olan Politika Faizinin bağımlı değişken olarak alındığı bir model kurduk. Ordered Probit (Sıralı Probit) yöntemi ile yaptığımız analiz sonucunda; modelin, toplam 132 karardan 94'ünü tahmin edebildiğini, ancak bu dönemde alınan 13 faiz artış kararından hiçbirisini tahmin edemediği gibi, 37 faiz düşüş kararından da ancak 17'sini tahmin edebildiğini gördük. Model ile elde edilen sonuçların, modelin kurulmasında örnek aldığımız çalışmalarla uyumlu olduğu da düşünüldüğünde, para politikasındaki özellikle sıkılaşma ya da gevşeme kararlarının, sadece iktisadi göstergelere bağlı matematiksel modellerle (en azından kullandığımız bu model ve verilerle) güçlü bir şekilde tahmin edilemeyeceği kanaatine ulaştık.

Ayrıca, aynı dönemde yapılan toplantılar sonrasında aynı gün yayımlanan PPK kararlarında üzerinde durulan konuların derlenmesi ve değerlendirilmesinde, karar aşamasında PPK üyelerinin, mevcut verilerin yanı sıra ülkenin ve dünyanın içinde bulunduğu şartları ve konjonktürü de değerlendirdikleri ve gözettikleri kanaatine varılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

MERKEZ BANKACILIĞININ KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ

Amerika Birleşik Devletleri'nin Nobel ekonomi ödülü alan ilk ekonomisti Paul A. Samuelson, 41 dile çevrilip 4 milyondan fazla satılan ünlü ekonomi ders kitabı, "Economics: An Introductory Analysis" in "Federal Reserve ve Merkez Bankası Para Politikası" başlıklı 16. bölümüne Will Rogers'dan naklettiği bir sözle başlar. *"Dünya yaratılalı üç büyük keşif vardır: Ateş, Tekerlek ve Merkez Bankacılığı"* (Samuelson, 1958, s.313).

Merkez bankaları modern ekonomilerinin en önemli kurumlarının başında yer almaktadır. XX. yüzyılın son çeyreğinden itibaren merkez bankalarının halk kitleleri nezdindeki bilinirliği de hızla artmaktadır. Özellikle 2008 küresel finansal kriz sırasında ve sonrasında, neredeyse toplumdaki bütün ekonomik ajanlar merkez bankalarının aldığı kararları yakından takip eder olmuştur.

O halde, merkez bankası nedir veya ne iş yaparlar? sorularını öncelikle cevaplandırmamız gerekir. Merkez bankasının birçok tanımı yapılmıştır. Örneğin; Uluslararası Para Fonu (IMF)' na göre, merkez bankası bir ülkenin finans sisteminin ana bileşenlerini kontrol eden finansal kuruluştur (IMF, 2017, s.33).

Parasız, merkez bankasını *"Bir ülkenin para ve banka sistemini kontrolle görevlendirilmiş bir kurum"* olarak tanımlamaktadır (Parasız, 2007b, s.382). Parasız'a göre; *"... merkez bankası adıyla anılmalarının nedeni, para ve banka işlerinde diğer bankaların merkezini oluşturmasından, onların bir merkezden yönlendirilmelerinden ileri gelir"* (Parasız, 2007b, s.382).

Başka bir tanım da şöyle: *"Merkez bankası, bir ülkenin para ve kredi arzını etkileyen politikaları uygulamakla sorumlu yetkili kurumu tanımlamak için kullanılan bir terimdir"* (Bordo, 2007).

Kuyucak, merkez bankasını *"... sarih bir surette amme hizmeti gören, yani, yalnız kar maksadıyla değil, belki memleketin para piyasası ve banka sistemi üzerinde tesirler icra eylemek gayesiyle faaliyette bulunan bankalara Merkez Bankası denilmektedir"* (Kuyucak, 1948, c.II, s.301) şeklinde tanımlamaktadır.

Capie, Goodhart ve Schnadt (1994), merkez bankasının tanımlanmasını problematik olarak görmekte, onun ancak görünce anlaşılabileceğini ifade ettikten sonra, bir merkez bankası son likidite mercii olan ve para basma tekeline sahip devlet bankasıdır şeklinde fonksiyonel bir tanımlama yapmaktadırlar (Cappie vd., 1994, s.5).

1.1. Merkez Bankacılığının Tarihçesi

Merkez bankacılığının tarihini bankacılık tarihinden soyutlamak mümkün değildir. İnsanoğlu ne zaman Archimedes'e atfedilen *"Bana yeterince uzun bir kaldıraç ve sağlam bir dayanak verin, dünyayı yerinden oynatayım"* mealindeki sözde geçen **"kaldıraç"**ın ekonomiye de uygulanabilir sihirli bir araç olduğunu, bu sayede, kendi öz kaynaklarına ilaveten başkasının parasını kullanarak para kazanmanın mümkün bulunduğunu ve dahası aynı ana paranın kaldıraç gücü ile birden çok kişiye kredi sağlanabileceğini öğrendi; işte o zaman bankacılık başladı. Daha sonra bazen devletlerin borçlarını yönetmek, bazen savaş masraflarını finanse etmek, bazen daha önce çeşitli bankalarca tedavüle çıkartılan banknotların tek elden ihracını sağlamak ve bazen de bankacılık sektöründe son likidite mercii olarak fonksiyon üstlenmek üzere merkez bankacılığı keşfedildi. İlk merkez bankaları aynı zamanda bir ticari banka gibi faaliyet de göstermekte idiler. Genellikle yirminci yüzyılın başlarına kadar çoğunlukla ülkelerinin en büyük ve en önemli ticari bankası olma özelliğini taşımakta idiler (Cappie vd., 1994, s.3).

Ugolini, merkez bankacılığı tarihini orta çağın sonlarına doğru Venedik'te başladığını söylemekle beraber (Ugolini, 2018), ekonomi yazınında genel olarak dünyadaki ilk merkez bankasının, İsveç Merkez Bankası (Sveriges Riksbank) olduğu hususunda bir fikir birliği mevcuttur (Parasız, 2009; Turna, 2014; Makinist, 2005; Bordo & Siklos, 2017, s.54). 1656 yılında ilk İsveç bankası olarak kurulan ve 1661 yılında Avrupa'nın ilk banknotunu ihraç eden Stockholm Bank'ın iflası üzerine 1668

yılında kurulan ve bugün Sveriges Riksbank olarak bildiğimiz Riksens Stander Bank dünyanın en eski merkez bankası olarak kabul edilmektedir https://www.riksbank.se/en-gb/about-the-riksbank/history/ (E.T.29.03.2020; 15:30).

Parasız'a (2009) göre; gerçek manada ilk emisyon bankası olarak kabul edilebilecek olan İngiltere Merkez Bankası (Bank of England), kurulduğu 1694 yılından itibaren İngiltere ve hemen akabinde Avrupa ülkelerinin iş hayatında etkili olmuş ve diğer ülkelerde merkez bankalarının kurulmasına öncülük etmiştir (s.277).

Öncü merkez bankaları olarak kabul edilebilecek İsveç ve İngiltere Merkez bankalarından sonra yaklaşık 100 yıl boyunca yeni bir merkez bankası kurulmadığını görüyoruz. XIX. yüzyılın başlarından itibaren Fransa, Finlandiya, Hollanda, Avusturya, Norveç gibi birçok Avrupa ülkesinde peş peşe merkez bankaları faaliyete geçmiştir.

İlk kurulan merkez bankaları genellikle, bugün bildiğimiz manada kar amacı önceliği olmayan bir kamu kuruluşu olarak değil, bir ticari banka olarak kurulmuşlar, bazen bunlar ile ülkedeki diğer ticari bankalar rakip konumunda olmuşlardır. Fakat, devlet tarafından onlara devletin bankası olma ve para basma yetkisine sahip olma vb. gibi bazı ayrıcalıklar sağlanmıştır (Bordo ve Siklos 2007).

XX. yüzyılın başına kadar kurulan merkez bankaları ve kuruluş tarihleri aşağıda Tablo 1'de gösterilmiştir.

Tablo 1. XX. Yüzyıl Öncesi Kurulan Merkez Bankaları

Kuruluş Yılı	Ülke	Banka	Bank.İhracı Tekeli
1668	İsveç	Sveriges Riksbank	1897
1694	İngiltere	Bank of England	1844
1782	İspanya	Banco de Espana	1874
1800	Fransa	Banque de France	1848
1811	Finlandiya	Finlands Bank	1886
1814	Hollanda	De Nederlandsche Bank	1863
1816	Avusturya	Oesterreichische National Bank	1816
1816	Norveç	Norges Bank	1818
1818	Danimarka	Danmarks Nationalbank	1818
1828	Endonezya	Bank Indonesia	1828
1846	Portekiz	Banco de Portugal	1888
1850	Belçika	Banque Nationale de Belgique	1850
1860	Rusya	The State Bank of Russian Empire	1898
1876	Almanya	Reichsbank	1876
1879	Bulgaristan	Bulgarian National Bank	1883
1880	Romanya	The National Bank of Romania	1880
1882	Japonya	Bank of Japan	1883
1884	Sırbistan	National Bank of Serbia	1884
1893	İtalya	Banca d' Italia	1926

Kaynak: Capie vd (1994), Bordo & Siklos (2017), Makinist (2005), Goodhart (1988) ve merkez bankalarının web sitelerinden derlenen bilgilerle tarafımızca hazırlanmıştır.

XX. yüzyıldan önce kurulan merkez bankalarını merkez bankacılığının öncüleri kabul etmek gerekir. Ancak, bu bankaların hiçbiri bugün anladığımız manada merkez bankacılığı fonksiyonlarının tamamını yerine getirmiyorlardı. Aslında merkez bankacılığı Parasız'ın da ifadesiyle, *"...büyük ölçüde 20. yüzyılın olgularıdır"* (Parasız 2007a, s.397). Özellikle I. Dünya Savaşı'ndan sonra kurulan yeni dünya düzeninde bağımsız ülkeler kendi merkez bankalarını kurmaya başlamışlardır.

Dünyanın o güne kadar görmüş olduğu en büyük savaşı sona erdiren anlaşmalardan en önemlisi sayılabilecek Versay Barış Anlaşması'nın 10 Ocak 1920 tarihinde yürürlüğe girmesiyle kurulmuş bulunan Milletler Cemiyeti'nin öncülüğünde 1920 yılının Ekim ve Kasım aylarında Brüksel'de gerçekleştirilen ve 34 ülkenin katıldığı konferansta alınan kararlar uygulanamadığından, bu defa 1922 yılının Nisan ayında İtalya'nın Cenova şehrinde yine aynı ülkelerin katılımıyla yapılan Cenova Konferansı'nda önemli kararlar alınmıştır.

Bu kapsamda, finansman komisyonunca alınan ve merkez bankalarını ilgilendiren önemli kararların bazıları şunlardır:

a) Avrupa'nın ekonomik olarak yeniden yapılanabilmesi ülke paralarının istikrarına bağlıdır.

b) Bankalar ve özellikle merkez bankaları politik baskılara maruz kalmamalıdır.

c) Merkez bankası olmayan ülkelerde en kısa zamanda merkez bankası kurulmalıdır.

d) Merkez bankaları arasında para reformu konusunda iş birliği yapılmalıdır.

e) Avrupa ülkelerinin paraları ortak bir standarda bağlanmalıdır ve bu standart altın olmalıdır.

f) Bir sonraki adım, her ülkenin para biriminin altın karşılığının belirlenmesi ve bu değere sabitlenmesidir (Kuyucak, 1947, c.I, s.308-309; Mills, ?, 361-365).

Bu kararlardan bazılarının zamanın İngiltere merkez bankası başkanı Montagu Norman'ın, göreve başladıktan yaklaşık bir yıl sonra, 1921'de yayımlamış olduğu merkez bankacılığının dört ilkesinden etkilendiği anlaşılmaktadır. Bu ilkeler;

a) Merkez bankaları hükümetten bağımsız olmalıdır.

b) Merkez bankaları özel bankalardan ayrışmalıdır.

c) Merkez bankaları arasında iş birliği sağlanmalıdır.

d) Ülkelerin bankacılık sistemi denetlenmelidir (TCMB, 2012, s.5).

Almanya merkez bankası önderliğinde 1870'lerde başlatılıp zamanın birçok merkez bankası tarafından uygulanan ve klasik altın standardı olarak adlandırılan dönem, 1914 yılında I. Dünya Savaşının başlamasından sonra devletlerin artan savaş masraflarını karşılamak için, altın karşılığı olup olmadığına bakılmaksızın, para basmak zorunda kalmalarıyla sona ermiştir. Savaşın sona ermesiyle yeni bir uluslararası ekonomik ve parasal sistem arayışına giren ülkeler, Brüksel ve Cenova konferanslarında alınan kararlarla bu konudaki ilk adımları atmışlardır.

Konferansların önemli yansımalarının başında, yeni merkez bankalarının kurulması ve merkez bankalarının politik baskılardan uzak tutulması, yani merkez bankası bağımsızlığının kabul görmesi gelir.

Konferansın bir başka önemli sonucu da, merkez bankaları arasında iş birliği yapılması gerektiği kararının bir yansıması olarak kabul edebileceğimiz Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank for International Settlements–BIS)'in kurulmasıdır. Bugün 62 üyesi bulunan BIS, 1930 yılında İngiltere, Fransa, Belçika, Almanya, Japonya, İtalya, ABD ve ev sahibi konumundaki İsviçre merkez bankaları tarafından İsviçre'nin Basel şehrinde kurulmuştur.

I. Dünya Savaşından sonra birçok ülkede merkez bankası kurulmuştur. 1929'da başlayan büyük ekonomik buhran ve hemen arkasında çıkan II. Dünya Savaşı nedeniyle 1930'lu ve 1940'lı yıllarda kurulan yeni merkez bankası sayılarında bir düşüş olmuştur. Ancak, II. Dünya Savaşından sonra bağımsızlığını yeni kazanan ülkelerin de etkisiyle merkez bankalarının sayısı hızlı bir artış göstermiştir. Aşağıda Tablo 2'de onar yıllık dönemler itibarıyla yeni kurulan merkez bankalarının sayıları gösterilmiştir.

Tablo 2. Merkez Bankası Sayılarındaki Gelişme (1668 – 2020)

PERİYOD	YENİ KURULAN MB SAYISI	TOPLAM MB SAYISI
1900 Öncesi	19	19
1900 – 1910	1	20
1910 – 1920	3	23
1920 – 1930	16	39
1930 – 1940	11	50
1940 – 1950	9	59
1950 – 1960	20	79
1960 – 1970	33	112
1970 – 1980	29	141
1980 – 1990	14	155
1990 - 2000	21	176
2000 Sonrası	7	183

Kaynak: Capie vd (1994), Bordo & Siklos (2017), Makinist (2005), Goodhart (1988) ve merkez bankalarının web sitelerinden derlenen bilgilerle tarafımızca hazırlanmıştır.

31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla faaliyette bulunan merkez bankalarının listesi kuruluş tarihleriyle birlikte Ek 1'de yer almaktadır.

1.2. Merkez Bankasının Görevleri ve Fonksiyonları

Merkez bankalarının görev ve fonksiyonlarını anlamak için öncelikle kuruluş sebeplerine bakmak gerekir. Merkez bankalarının öncülerinin kuruluş gerekçelerinin biri birinden farklı olabildiğini görüyoruz.

Örneğin; İsveç merkez bankası, savaş giderlerini finanse etmek ve enflasyondaki aşırı artışa mani olmak için; İngiltere ve Fransa merkez bankaları, savaş giderlerini finanse etmek, devlet borçlarını yönetmek ve hükümetin bankacılık işlerini yapmak için; Alman merkez bankası, siyasi birliğin sağlanmasından önce çeşitli bankalarca basılan banknotların tek elde birleştirilmesi ve hükümetin uyguladığı altın standardına destek sağlamak için; Japon merkez bankası, Meiji rejiminin bir parçası olarak rezerv yönetimi ve sanayileşmeyi teşvik için; ABD merkez bankası, likidite

sıkıntısı sebebiyle iflas eden bankalara, likiditenin son mercii olarak nakit sağlamak için kurulmuşlardır (Bordo ve Siklos, 2017, s.54; Goodhart, 2010, s).

Değişmeyen tek şeyin değişim olduğu kuralı merkez bankacılığında da işlemekte ve zamanın şartlarına uygun olarak merkez bankalarının fonksiyonlarında da değişimler olabilmektedir.

Altın standardının uygulandığı I. Dünya Savaşı öncesinde kuruluş amaçlarını gerçekleştiren merkez bankaların en önemli görev ve fonksiyonu basmış oldukları banknotların, talep edildiğinde, altına çevrilebilme garantisini sağlamak ve böylelikle paranın hem iç hem de dış değerini korumaktır. Bu dönemde merkez bankaları genel olarak, temel araçları olan faiz oranlarının kontrolünü sağlamak amacıyla, ellerindeki altın rezervlerini kullanmışlardır.

İki dünya savaşı ve bir büyük ekonomik buhranın yaşandığı 1914 – 1945 yılları arasında, altın standardının da sona ermesiyle o güne kadar uygulanan bütün kabuller ve kurallar sona ermiş, doğal ve mecburi olarak oluşan yeni ortama ve yeni şartlara uygun bir merkez bankacılığı gelişmiş, yani kaçınılmaz değişim gerçekleşmiştir. Bu dönemde ülkelerin savaş nedeniyle taşımak zorunda kaldıkları finansman yükünün yanı sıra tahrip olan ekonominin, şehirlerin ve sosyal hayatın yeniden yapılandırılması konusunda merkez bankalarına da önemli sorumluluklar düşmüştür.

Savaş sırasında altın standardıyla beraber uygulanmakta olan liberal ekonomi anlayışı yerini sermaye hareketlerinin kontrolü uygulamasına bırakmıştır. Bu dönemde oluşan bütçe açıklarının finansmanı için para basılması mecburiyeti enflasyonun ve bununla birlikte nominal faizlerin yükselmesine sebep olmuştur.

Birinci Dünya Savaşı sonrası hükümet harcamalarının finansmanı amacıyla aşırı ölçüde para basılması nedeniyle ortaya çıkan hiperenflasyon, hükümetleri merkez bankalarına bağımsızlık sağlanması gerektiği konusunda harekete geçirmiş ve bunun sonucu bölüm 1.2'de anlatılan gelişmeler yaşanmıştır.

1929 büyük buhranıyla birlikte uluslararası para ve ticaret sisteminin çökmesi sonucu merkez bankaları paranın dış değerinin korunmasından vazgeçmişler, nominal faiz oranları düşük tutulurken para politikası kredileri doğrudan kontrol altında

tutularak yürütülmüştür. Bu dönemde hükümetlerin merkez bankaları üzerindeki kontrolü artmaya başlamış, özellikle II. Dünya Savaşı sırasında merkez bankaları adeta hükümetin bir birimi haline gelmiş; Danimarka, Yeni Zelanda, Kanada, Fransa, İngiltere, Hollanda, Norveç, Hindistan gibi ülkelerde merkez bankalarının sahipliği tamamen kamunun eline geçmiştir (Capie vd, 1994, s.22-23). II. Dünya Savaşından sonra özellikle Asya ve Afrika kıtalarında birçok ulus bağımsızlıklarını kazanarak ulusal devletlerini kurmuşlar; yeni kurulan devletler zaman içerisinde kendi merkez bankalarını faaliyete geçirmişlerdir.

II. Dünya Savaşı resmen sona ermeden, 1944 yılında ABD'de New Hampshire eyaletinin Bretton Woods kasabasında 44 ülkenin katılımıyla yapılan konferansta, uluslararası ekonomik sorunlara çözüm aranmış, bu konferansta bundan sonra Bretton Woods Sistemi olarak anılacak bir dizi karar alınmıştır. Merkez bankalarını doğrudan ilgilendiren en önemli karar, uluslararası bir parasal sistemin kurulmasıdır. Buna göre; dış ödemelerde, 1 ons altının 35 ABD dolarına eşit olduğu kabul edilmiş, diğer ülke paralarının ABD doları karşılığındaki değeri de sabitlenmiştir. Başka bir ifade ile ABD doları aracılığı ile altına bağlı bir uluslararası para sistemi kurulmuştur. Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası (IBRD) gibi uluslarüstü kuruluşlar da bu konferansın diğer sonuçları arasındadır (Seyidoğlu ve Pişkin, 2018, s.63).

Savaş, genel olarak tam istihdamın sağlanmasına ciddi katkılarda bulunmuş, savaş sonrasında da bu durumun devam ettirilebilmesi için talep yönetiminin kontrolünü sağlayabilecek bir para politikası uygulanmıştır. Savaş sonrası meydana gelen gelişmelerden birisi de, merkez bankalarına büyümenin ve tam istihdamın sağlanmasına katkıda bulunmak gibi yeni görev ve sorumlulukların yüklenmesidir.

Bretton Woods Sistemi 15 Ağustos 1971 tarihinden ABD'nin sistemden ayrıldığını açıklamasıyla çökmüş, 1973 yılında ortaya çıkan petrol krizinin de etkileriyle artan enflasyonla mücadele edebilmek adına, merkez bankaları ekonomik büyümeyi ve tam istihdamı önceleyen Keynesyen politikaları terk ederek, parasalcı ekonomistlerin görüşleri doğrultusunda fiyat istikrarına odaklanmışlardır. Bu arada birçok ülkenin parası, ABD dolarına paralel olarak, değer kaybetmiş, farklı kur rejimleri uygulanmaya başlamıştır. Diğer taraftan 1976 Jamaika Anlaşması ile,

ülkelerin uluslararası ticarete zarar vermemek kaydıyla istedikleri kur rejimini uygulayabilecekleri karara bağlanmıştır (Özkan, 2009, s.24).

1980'li yıllarda, dolaylı da olsa altınla bağlantısı sona eren para arzının tamamen merkez bankalarının kontrolüne geçmesi sonucu birçok ülkede parasal genişleme ve sonuç olarak çift rakamlı enflasyonlar yaşanmaya başlamıştır. Bu dönemde ABD merkez bankası Federal Reserve (FED)'nin, hükümetten ve reel sektörden gelen tepkilere rağmen çok kuvvetli bir "parasal sıkılaştırma" uygulaması merkez bankacılığı için bir dönüm noktası olmuştur. Zaman içerisinde birçok ülkede, merkez bankalarının temel hedefinin fiyat istikrarı olduğu kabul görmüş ve merkez bankaları özerk bir yapıya kavuşturulmuştur (Yılmaz, 2010).

Merkez bankaları, 1980'li yılların sonundan itibaren para istikrarına sağlamak için önce bir takım parasal büyüklükler hedefleyerek para politikalarını bu hedeflere ulaşılması amacına yönelik olarak tasarlamışlar, daha sonra 1990'ların başından itibaren enflasyon hedeflemesi rejimini benimsemişlerdir.

Son derece kompleks finansal mühendislik ürünleri olan bazı finansal enstrümanların tetiklemesiyle, 2008 yılında başlayan küresel finansal kriz sonrası, başta FED ve Avrupa Merkez Bankası (ECB) (AMB) olmak üzere gelişmiş ülkelerin merkez bankaları önemli miktarlarda parasal genişleme uygulamak zorunda kalmışlardır. Bu durum, merkez bankalarının Tinbergen Kuralı doğrultusunda tek hedef, tek araç politikasını terk ederek, fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarı da dikkate alan bir politika uygulamalarının gerektiği konusundaki tartışmaları gündeme getirmiştir (Goodhart 2010).

2020 yılı başından itibaren bütün dünyayı etkisi alan yeni tip Corona virüsü (Covid-19) salgını sonrasında oluşacak yeni durumun, merkez bankalarının görev ve fonksiyonlarını da etkilemesi çok kuvvetle muhtemeldir.

Günümüzdeki merkez bankalarının genel olarak görev ve fonksiyonları konusunda birkaç değerlendirme aşağıda sunulmuştur.

Charles Goodhart, merkez bankalarının, zaman içerisinde oluşan şartlara bağlı olarak önem sıralaması değişmekle beraber, genel olarak üç temel amaç veya fonksiyonunun olduğunu söyler.

i) Altın standardı, başka bir ülkenin parasına bağlanmış döviz kuru rejimi veya enflasyon hedeflemesi gibi, ülkenin uyguladığı para politikası rejimine bağlı olarak fiyat istikrarını sağlamak,

ii) Finansal istikrarı sağlamak ve finansal piyasalardaki gelişmeyi desteklemek,

iii) Kriz zamanlarında ülkenin finansal ihtiyaçlarına destek olurken, normal zamanlarda ülkenin finansal gücünün kötüye kullanılmasına mani olmak (Goodhart 2010).

IMF'ye göre bir merkez bankasının fonksiyonları genellikle şunlardır:

i) Ülkenin parasını basmak ve dağıtımını sağlamak,

ii) Para ve kredi arzıyla ilgili düzenlemeler de dahil olmak üzere, para politikasını yönetmek,

iii) Ülkenin uluslararası rezervlerini yönetmek,

iv) Ülkenin IMF ile ilişkilerini yürütmek,

v) Ticari bankalara kredi sağlamak,

vi) Hükümetin bankası olarak genellikle merkezi hükümetin mevduatını tutmak ve hükümete gerektiğinde kredi sağlamak (IMF, 2017, ss.33-34).

İlker Parasız modern bir merkez bankasının fonksiyonlarını bir tablo şeklinde aşağıdaki gibi sıralamaktadır.

Tablo 3. Modern Bir Merkez Bankasının İşlevleri

1. Hükümetin Bankası Olarak Merkez Bankası
a. Hükümetin finansmanını yönetir.
b. Faiz oranları aracılığı ile para ve kredinin varlığını kontrol eder.
2. Bankaların Bankası Olarak Merkez Bankası
a. Kriz esnasında bile ödünç vererek sağlam bankaların işlerini yapmalarını garanti eder.
b. Bankalararası ödemelerde bir ödeme sistemi olarak çalışır.
c. Finansal kurumların sağlamlığına güven sağlamak için onları gözlem altında tutar.

Kaynak: Parasız, İlker (2007) ; Modern Bankacılık - Teori ve Uygulama (s. 400)

Sonuç olarak; Alexandre Lamfalussy'nin de belirttiği gibi, merkez bankaları hiçbir zaman statik kurumlar olmamışlar; uzun tarihleri boyunca, farklı dönemlerde farklı görevler üstlenmişlerdir. Merkez bankaları, modern çağın birçok kurumları gibi, sürekli bir değişim içinde olagelmişlerdir (Lamfalussy,1994, s.330).

İKİNCİ BÖLÜM

KAVRAMSAL VE KURAMSAL OLARAK PARA POLİTİKALARI

Bir ülke ekonomisinin istenen ve belirlenen yönde ilerlemesini sağlamak amacıyla kullanılan araçların tümüne ve kullanım biçimine ekonomi politikası denir (Eğilmez, 2018, s.227). Ekonomi politikasının en önemli alt dallarından ikisi maliye ve para politikalarıdır.

Ekonomi literatüründe para politikasının değişik tanımları yapılmıştır. *"Para politikası; ekonomik büyüme, istihdam artışı ve fiyat istikrarı gibi hedeflere ulaşabilmek için paranın elde edilebilirliğini ve maliyetini etkilemeye yönelik olarak alınan kararları ifade eder"* (TCMB). https://tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi

"Parasal araçlarla ulaşılmak istenen ekonomik amaçlar arasında ilişki kurmaya ve araçları kullanarak o amaçlara ulaşmaya çalışan uygulamalara para politikası adı veriliyor" (Eğilmez, 2018, s.228).

"Para arzıyla ilgili olarak merkez bankasının seçimlerine para politikası denir" (Parasız 2007b, s. 450).

*"...paranın miktarını, maliyetini ve firmalar ile hane halklarının bekleyişlerini etkileyerek temel amaçlara ulaşmaya yönelik olarak oluşturulan stratejiler bütünü"*dür (Önder, 2005, s.4).

Ülke ekonomilerinin istenen ve belirlenen yönde ilerlemesine para politikası yoluyla katkıda bulunmakla görevli merkez bankaları, öncelikle uygulayacakları para politikasının amaç ve hedeflerini belirlemek, sonra da bu amaçlara ulaşabilmek için kullanacakları araç ve stratejileri seçmek durumundadır.

2.1. Para Politikasının Amaçları

Tezimizin 1.2. bölümünde de anlatılmaya çalışıldığı gibi; tarih boyunca, ülkelerin içinde bulundukları şartlar ve imkanlar, yönetim tarzları, savaşlar, krizler gibi olağanüstü durumlar sebebiyle farklı dönemlerde farklı para politikası araçları ve hedefleri öne çıkabilmektedir.

1970'lerin başında Bretton Woods Sisteminin çökmesi ve petrol krizinin de etkisiyle bütün dünyada yaşanan yüksek oranlı enflasyonlar, merkez bankalarının asli amaçlarının, paranın değerini korumak adına, enflasyonla mücadele etmek olması gerektiği yolunda ortak bir anlayışın kabulüne yol açmıştır. Özellikle, 1980'lerin başından itibaren merkez bankalarının birincil amaçlarının fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olduğu hususunda bir fikir birliği sağlanmış ve bu amacın gerçekleştirilebilmesi için merkez bankalarının bağımsızlaştırılması hız kazanmıştır.

2008 yılından itibaren bütün dünyayı etkisi altına alan global finansal kriz ise, bu defa, ekonomi politikalarını istenen sonucu verebilmesi için, para politikalarının uygulanması açısından, finansal istikrarın da fiyat istikrarı kadar önemli olduğu anlayışının genel olarak kabulüne yol açmıştır.

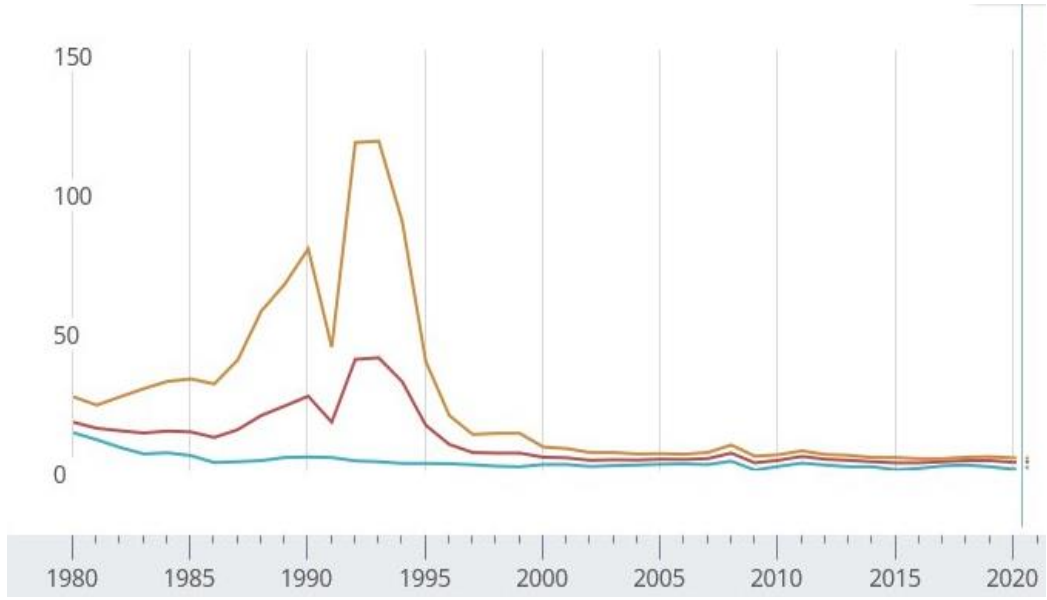
Bu değerlendirmeler neticesinde, günümüzde para politikasının asli amaçlarının fiyat istikrarı ve finansal istikrar olduğu kabul edilebilir. Diğer taraftan, hemen hemen bütün ülkelerin ekonomi politikalarının, ülkede refah seviyesini artırabilmek için üretimi, büyümeyi ve istihdamı sürdürülebilir seviyede yüksek tutmak amacında olduğu düşünüldüğünde, para politikası uygulamalarının bu amaçlara da destek sağlaması gerekmektedir.

2.1.1. Fiyat İstikrarı

Serbest piyasa ekonomisinin geçerli olduğu bir ülkede, şahıslar ve kurumlar tüketim, yatırım ya da tasarruf yapma gibi bir ekonomik faaliyete karar verirken dikkat etmeleri gereken en önemli hususların başında mevcut fiyat seviyeleri ile fiyatların kısa, orta ve uzun vadede ne şekilde hareket edeceğine dair beklentileridir. İşte bu kararları etkilemeyecek seviyedeki bir enflasyon beklentisi, o ülkede fiyat istikrarını olduğunu gösterir. Ancak, bir ülkede fiyat istikrarının olduğunu söyleyebilmek için düşük enflasyon oranın sürdürülebiliyor olması da gerekir. Merkez bankalarının en önemli amaçları da uygulayacakları para politikaları ile fiyat istikrarının sağlanmasını ve sürdürülmesini temin etmektir (Serdengeçti, 2002a).

Fiyat istikrarı gelişmiş ülkeler için yüzde 1 ila 3 arasındaki enflasyon oranını ifade ederken (TCMB) gelişmekte olan ülkeler için yüzde 4 ila 6 arasındaki enflasyon oranı makul kabul edilmektedir. (Doğru, 2012, s.16). Stephen G. Cecchetti de, yüzde 0 ila 2 arasındaki enflasyonun optimal olduğunu kabul ederken, 1970'li ve 1980'li yıllarda bir çok ülkede yaşanan uzun süreli yüksek enflasyon sonuçlarını gördükten sonra, ılımlı da olsa enflasyonun büyüme üzerinde olumsuz etkileri olduğu konusunda fikir birliği sağlandığını söylemekte ve bu sebeple, para politikasının birincil amacının enflasyonla mücadele olması gerektiğini ifade etmektedir (Cecchetti, 2000, s.3).

Şekil 1. Global Ortalama Yıllık Tüketici Fiyat Artış Oranları (1980-2020)



Kaynak: IMF

Tablo 4. Global Beş Yıllık Ortalama Tüketici Fiyat Artış Oranları (1980-2019)

Dönemler **Ülkeler**	1980 1984	1985 1989	1990 1994	1995 1999	2000 2004	2005 2009	2010 2014	2015 2019
GÜ	9,08	3,96	3,78	2,04	1,94	2,10	1,80	1,24
YGÜ	27,58	45,56	89,82	19,76	7,08	6,58	5,76	4,62
Dünya	14,92	16,70	31,28	8,96	4,16	4,30	3,96	3,20

Kaynak: IMF

Fiyat istikrarı, sadece düşük enflasyona ulaşılmasını değil aynı zamanda düşük enflasyon seviyesinin sürdürülebiliyor olmasını da ifade eder. Bir ekonomide fiyat istikrarının sağlanması, enflasyonun sebep olduğu belirsizliklerin ortadan kalkmasına

ve para politikasının amaçları arasında bulunan sürdürülebilir büyümenin ve tam istihdamın sağlanmasına yardımcı olarak ekonomik ve sosyal refaha da katkıda bulunur.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) başkanlarından Süreyya Serdengeçti, 2002 yılının Kasım ayında Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi'nde yapmış olduğu konuşmada (Serdengeçti, 2002a) ve aynı yılın Aralık ayında Antalya'da yapmış olduğu sunumda (Serdengeçti, 2002b), bir ülkede fiyat istikrarının sağlanamamasının yol açacağı problemleri şu şekilde özetlemektedir.

i) İyi işleyen bir ekonominin temel taşı kabul edilen fiyat istikrarının olmadığı bir ortamda karar almak zorunda kalan birimler, göreli fiyat değişimlerini kolaylıkla ayırt edemeyeceklerinden sağlıklı karar alabilmek için gerekli ve yeterli bilgiye sahip olamazlar.

ii) Enflasyonist bir ortam finansal piyasaların verimli finansal aracılık yapma yeteneklerini azaltır.

iii) Yatırımcılar, özellikle uzun vadeli yatırımların getiri oranlarına ek olarak, enflasyonist ortamın yarattığı belirsizlikler nedeniyle, risk primi isterler. Bunun sonucu olarak reel faiz oranları yükselir.

iv) Yüksek enflasyonun sebep olduğu belirsizlik ortamı üreticilerin kredi taleplerini kısıtlarken, kredi piyasalarının gelişmesini ve özellikle uzun vadeli kredi arzlarını engeller.

v) Enflasyon, yatırımlar üzerinde bir çeşit vergi yüküdür.

vi) Ekonomik birimler tasarruflarını enflasyondan korumak amacıyla yabancı para ve gayrimenkul gibi üretken olmayan alanlara kaydırırlar. Böylelikle, ülkenin kapasitesinin altında üretim yapmasına neden olur.

vii) Enflasyonist ortam, iş arayanların ve işverenlerin orta ve uzun vadede önlerini görmelerine mani olduğundan, işgücü piyasasının etkin çalışmasını da önler.

viii) Fiyat istikrarının olmaması bir ekonominin dış rekabet gücünü zayıflatır, ülke dışı sermaye piyasalarına erişimini kısıtlar ve uzun vadeli yabancı sermayenin ülkede üretken alanlarda yatırım yapmak üzere girişini azaltır.

ix) Bireylerin karar alma süreçlerinde geleceğe bakmaktan çok geçmişe endeksleme alışkanlıkları ortaya çıkar ve enflasyon atalet kazanır.

x) Enflasyon, toplumdaki güven duygusunu zedeler. İnsanların bugünleri ve gelecekleri ile ilgili belirsizlik, bir güvensizlik ortamı yaratır.

xi) Enflasyonun sebep olduğu gelir ve servet dağılımındaki bozulma, en çok sabit ve az gelirli kesimleri etkiler. Gelir grupları arasındaki farkın büyümesine yol açar.

xii) Enflasyonist ortam bütün toplumun davranış yapısını etkiler. İnsanlar arasında gerek ekonomik gerekse sosyal ve siyasal ilişkilerde ve süreçlerde kısa vadeli yaklaşımlar ve bu duruma bağlı olarak ahlaki olmayan davranışlar artar.

Sonuç itibarıyla; fiyat istikrarının sağlanması, sadece ekonomik değil aynı zamanda sosyal ve ahlaki boyutu da olan bir zorunluluk olarak karşımıza çıkar.

2.1.2. Finansal İstikrar

Başkan Süreyya Serdengeçti, TCMB'nin 2005 yılı Ağustos ayında yayımlanan ilk Finansal İstikrar Raporu'nun önsözünde finansal istikrarı şöyle tanımlamaktadır.

"Finansal istikrar kavramı, finansal piyasalarda, bu piyasalarda faaliyet gösteren kurumlarda ve ödeme sistemlerindeki istikrarı ve şoklara karşı dayanıklılığı ifade etmektedir. Bu alandaki istikrar genelde finansal sistemin sağlıklı ve istikrarlı işlemesini, dolayısıyla ekonomideki kaynakların üretken bir şekilde tahsisini ve risklerin uygun bir şekilde yönetim ve dağılımını beraberinde getirir" (TCMB, 2005, s.i).

2008 global finans krizine kadar, literatürdeki genel görüş ve merkez bankacılığı uygulamaları para politikasının sadece fiyat istikrarı ile ilgilenmesi gerektiği yönünde idi. Fiyat istikrarının olduğu bir ekonomide, finansal kurumların düzenleme ve denetiminden sorumlu otoritenin mikro bazda görevini yapması durumunda, finansal istikrarın da sağlanmış olacağı görüşü hakimdi (Özatay, 2018, s.301; Kaya ve Tokucu, 2014, s.2). Halbuki krizin çıktığı ABD ile etkisini en çok

hissettirdiği AB ülkeleri ve Japonya gibi gelişmiş ekonomilerde uzun süredir devam etmekte olan fiyat istikrarı mevcuttu.

Krizden sonra, tek başına fiyat istikrarının sağlanmış olmasının finansal krizleri önlemek hususunda yetersiz kaldığı, krizin temelinde güven eksikliğinden kaynaklanan çok derin bir likidite sorununun yatmakta olduğu anlaşıldı. Bu durumda, benzer krizlerde, merkez bankalarına, son borçlanma mercii fonksiyonlarını işleterek, para politikasını kullanmak suretiyle finansal istikrarı sağlamak görevinin de verilmesi gerektiği tartışmaya açıldı (Özatay, 2018, s.302).

Merkez bankalarının görevleri ve para politikalarının amaçları arasına finansal istikrarın da eklenmesi gerektiği konusunda çok sayıda akademisyen ve merkez bankacı değişik ortamlarda fikirlerini açıklamışlardır.

Uluslararası Ekonomi Politikası ve Reform Komitesi (CIEPR)'nin 2011 yılı Eylül ayında hazırlamış olduğu *"Merkez Bankacılığını Yeniden Düşünmek"* başlıklı raporda; yaşanan kriz karşısında, geleneksel merkez bankacılığı yapısının yetersiz kaldığı, finansal istikrarın da açık bir şekilde merkez bankası görevleri arasında olması gerektiği, bu konudaki denetim otoritelerince, para politikası uygulamalarının makro ihtiyati önlemlerin yasal bir parçası olarak değerlendirilmesinin şart olduğu ifade edilmektedir (CIEPR, 2011, s.30).

Claudio Borio, merkez bankalarının finansal istikrar ile ilgili hayati rolü olması gerektiğinin kimse tarafından sorgulanamayacağını düşünmektedir (Borio, 2011, s.1).

Jamie Caruana 26 Kasım 2016 tarihinde Myanmar'da yapılan Güney Asya Merkez Bankaları (SEACEN) Başkanları Konferansı'nda yapmış olduğu konuşmada, fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasında çok yakın bir ilişki olduğunu, bu ilişki nedeniyle para politikaları oluşturulurken finansal istikrarın da mutlaka dikkate alınmasının gerektiğini; son zamanlarda yapılan araştırmaların makro ihtiyati önlemlerin en iyi sonuçları para politikasının bir tamamlayıcısı olarak kullanıldığı durumlarda verdiğini ifade etmektedir (Caruana, 2011, s.9-10).

Zekayi Kaya ve Erkan Tokucu, 1-3 Temmuz 2014 tarihinde Makedonya – Üsküp'te yapılan Uluslararası Avrasya Ekonomileri Konferansı'ndaki tebliğlerinde,

merkez bankalarının, fiyat istikrarı ve finansal istikrar olarak ikili hedefin aynı anda sağlanabilmesi için hem kurumsal yapılarında hem de para politikası uygulamalarında bir takım değişikliklere gittiklerini söylemektedirler (Kaya ve Tokucu, 2014, s.2).

Erişah Arıcan ve Güçlü Okay, merkez bankalarının, 2008 krizinden önce çoğunlukla fiyat istikrarını hedefleyen para politikalarını tercih ederken, krizden sonra para politikalarının finansal ve makroekonomik istikrarı da kapsamasının bir zorunluluk haline geldiğini belirtmektedirler (Arıcan ve Okay, 2014, s.1).

Finansal istikrar açısından önemli diğer bir konu da ülkedeki ödeme ve mutabakat sistemlerinin güvenli ve hızlı bir şekilde çalışıyor olmasıdır. Birçok ülkede kurulması, işletilmesi ve denetlenmesi merkez bankalarının sorumluluğu altında bulunan ödeme ve mutabakat sistemleri, para politikalarının en önemli araçlarından birisi olan açık piyasa işlemlerinde yoğun bir şekilde kullanılmaktadır. Ödeme sistemlerindeki bir sorunun finansal istikrar için büyük bir risk oluşturduğu açıktır. Bu sebeple para politikası uygulamalarının sağlıklı bir şekilde yapılabilmesi için merkez bankaları, ödeme ve mutabakat sistemlerinin aksaksız çalışmasıyla ilgili her türlü düzenlemeyi yapmak ve tedbiri almak durumundadır.

2.1.3. Ekonomik Büyüme ve İstihdam

Hemen hemen bütün ülkelerin ekonomi politikalarının nihai hedefi ülke ekonomisinin büyümesi ve tam istihdamın sağlanmasıdır. Genel görüş, merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlayarak ve finansal istikrara katkıda bulunarak büyüme ve istihdama destek olmak, başka ifade ile uyguladıkları para politikası sonucu istikrarlı parasal ve finansal bir ortam oluşturmak ve bu suretle yatırımcıların kararları kolaylaştırmak ve önlerini açmak gibi amaçları vardır. Fakat başta ABD olmak üzere bazı ülkeler büyüme ve istihdama fiyat istikrarından daha fazla önem atfederek para politikasının öncelikle büyüme ve istihdamı hedeflemesini tercih etmektedirler (Bkz. Federal Reserve Act, Section 2/A).

2.2. Para Politikasının Araçları

Para politikasının amaçlarını gerçekleştirebilmek için, çeşitli araçlar kullanılmıştır. Bu araçların bir kısmı zamana, ihtiyaca ve konjonktüre göre öne çıkmış, merkez bankalarınca bazen yeni araçlar geliştirilmiştir.

Para politikası araçları konuyla ilgilenen farklı akademisyenlerce değişik kriterlere göre sınıflandırılmıştır.

Para politikası araçlarını; Doğru (2012), Önder (2005) ve Alexander,Balifio ve Enoch (1995), doğrudan (direkt) araçlar ve dolaylı (endirekt) araçlar; Akdiş (2011), genel araçlar ve özel araçlar; Karaş (2017) ve Trichet (2013), geleneksel araçlar ve geleneksel olmayan araçlar; Laurens (2005), kurala dayalı araçlar ve para piyasası uygulamaları; Arıcan ve Okay (2014), genel araçlar ve kriz döneminde uygulanan araçlar, Aksoy (2018) genel para politikası araçları ve geleneksel olmayan para politikası araçları şeklinde ikiye ayırmaktadırlar. Buzeneca & Maino (2007) ise, doğrudan (direkt) araçlar, kurala bağlı araçlar ve piyasaya bağlı araçlar olmak üzere üçlü bir sınıflandırma yapmaktadır.

Biz tercihimizi Özatay (2018) ve Yazgan (2016) gibi kullanarak para politikası araçlarından en önemli gördüklerimizi, herhangi bir sınıflandırma yapmadan, özet halinde anlatmaya çalışacağız.

2.2.1. Kısa Vadeli Faiz Oranları

Günümüzde merkez bankalarının kullandıkları temel para politikası aracı, kısa vadeli faiz oranlarıdır. Genellikle gecelik (over night) veya bir haftalık vadede yapılan işlemlerde uygulanan faiz oranlarıdır ve politika faizi olarak da adlandırılır (Özatay, 2018, s.440).

Kısa vadeli faiz oranı, kısa vadeli fon piyasaları için gösterge niteliğindedir. Merkez bankaları kısa vadeli faiz oranlarını açıklarken, genel olarak, borç verme ve borç alma şeklinde iki ayrı oran daha açıklarlar. Koridor sistemi olarak adlandırılan bu uygulama; kısa vadeli fon ihtiyacı olan bankalara, yeterli teminatlarının olması

kaydıyla açıklanan borç verme faizi ile istedikleri kadar fon kullanabilecekleri; ellerinde fon fazlası olan bankalara da borç alma faizi ile, merkez bankası nezdinde, istedikleri kadar kısa vadeli mevduat yapabilecekleri sinyalini vermektedir.

Bu durumda, bankalararası para piyasalarında işlem yapan bankalar da bu sınırlar arasında faiz oranı belirlemek durumunda kalmaktadırlar. Zira, fon ihtiyacı olan banka merkez bankasının ilan ettiği borç verme faizi üzerindeki bir oranı kabul etmeyecek; fon fazlası olan bir banka ise merkez bankasının ilan ettiği borç alma faizinin altındaki bir orana razı olmayacaktır. Bu durumda bu iki faiz oranı arasında bir denge faizi oluşacaktır. Bu denge faizi; finansal sistemde önemli bir likidite açığının olduğu zamanlarda borç verme faizine yakın, finansal sistemde önemli bir likidite fazlasının olduğu zamanlarda ise borç alma faizine yakın bir noktada oluşacaktır (Özatay, 2018, s. 443).

Diğer taraftan, kısa vadeli faiz oranları parasal aktarım mekanizması ile fiyatlar genel seviyesi ve iktisadi faaliyetler, başka bir ifade ile, ekonominin neredeyse tamamı üzerinde etkisi olan bir para politikası aracıdır.

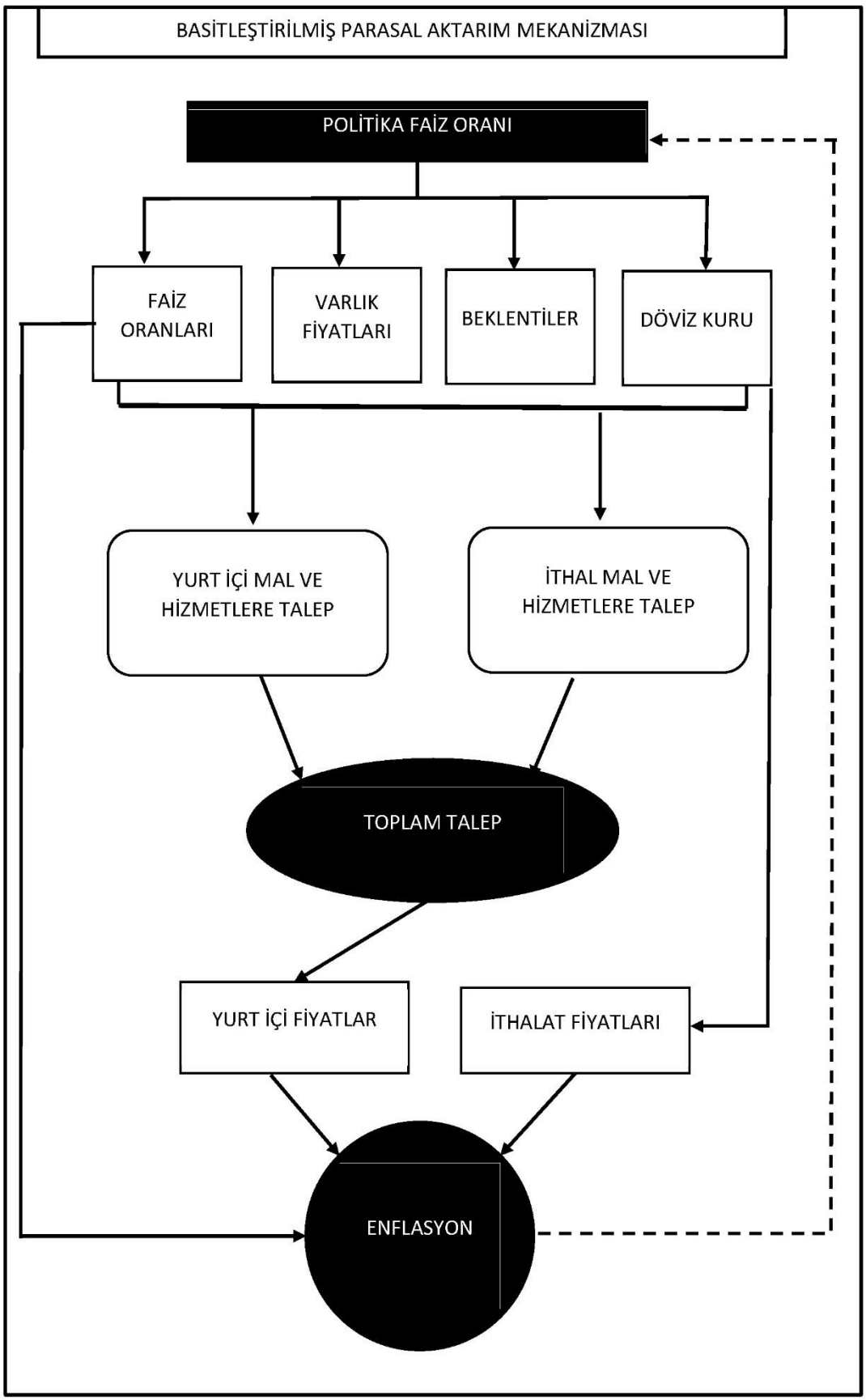
2.2.1.1. Parasal Aktarım Mekanizması

Parasal aktarım mekanizması, nominal para stoku veya kısa vadeli faiz oranlarında yapılan değişikliklerin toplam üretim ve istihdam gibi reel değişkenler üzerindeki etkileri şeklinde tanımlanabilir (Ireland, 2005, s.1).

Para politikasının başarılı olabilmesi, merkez bankalarının uygun politikaları uygun zamanda ve uygun mekanizmalarla uygulamasına bağlıdır. Parasal aktarım mekanizması bu anlamda büyük bir öneme sahiptir (Gedikli, 2017, s. 475). Para politikası kararlarının reel ekonomi üzerindeki etkileri belli bir zaman almaktadır. Parasal aktarım mekanizmaların hangi kanallardan ne kadar sürede etkili olabileceğini bilmek, alınacak kararların isabeti konusunda önemlidir.

Bu bakımdan, parasal aktarım mekanizmasının hangi kanallardan etkili olduğu konusu literatürde geniş yer tutmaktadır. Başlı başına bir tez konusu olabilecek parasal aktarım kanallarını en basit şeklinde ve özet olarak anlatmaya çalışacağız. Aşağıda Şekil 2'de basitleştirilmiş bir parasal aktarım mekanizması yer almaktadır.

Şekil 2. Basitleştirilmiş Aktarım Mekanizması



Parasal aktarım mekanizmasının hangi kanallar aracılığıyla, hangi ölçüde ve ne kadar sürede etkili olduğu, ülkelerin gelişmişlik düzeyine ve kullanılan para politikası araçlarına göre farklılık arz edebilmektedir. Biz burada da, en basit şekliyle ve kısaca en önemli aktarım kanallarına değinmekle yetineceğiz.

2.2.1.1.1. Faiz Kanalı

Faiz kanalı, ekonomi literatüründe elli yıldır bilinen en temel parasal aktarım kanallarından birisidir. Geleneksel Keynesyen görüşe göre en basit anlatımla; para politikasının sıkılaştırılması, reel piyasa faizlerinin yükselmesi ve sermaye maliyetinin artmasına, bu durum da yatırım harcamalarının azalması ile toplam talebin ve üretimin düşmesine yol açacaktır (Mishkin, 1995, s.4).

Bir ülkedeki para otoritesi borç paranın marjinal maliyetini değiştirmek suretiyle;

- Tüketicilerin harcama ve tasarruf,
- Üreticilerin yatırım konusundaki kararlarını etkileyebilmektedir.

Bu da ekonomideki toplam talebi değiştirmektedir.

Genel olarak, bir ülkedeki uzun vadeli faiz oranları, aynı vadelerde beklenen kısa vadeli faiz oranlarına risk priminin de eklenmesiyle bulunur. Bu durumda, diğer değişkenlerin sabit kalması şartıyla, kısa vadeli reel faiz oranındaki bir düşme uzun vadeli reel faiz oranlarının da düşmesine yol açacaktır. Sonuç olarak, bu hareketlerin enflasyon üzerinde düşürücü bir etkisi olması beklenir (TCMB, 2013, s.5).

Aktaş, Alp, Gürkaynak, Kesriyeli ve Orak, yapmış oldukları bir çalışmada; para politikası aktarım mekanizmasının faiz kanalının, temel olarak, piyasa faizleri aracılığıyla etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır (Aktaş vd., 2008, s.12).

2.2.1.1.2. Varlık Fiyatları Kanalı

Merkez bankalarının politika faiz oranında yaptığı değişiklikler varlık fiyatlarını da etkilemektedir. Bu etkinin sonuçları kredi piyasası ve hisse senedi fiyatları üzerinden izlenebilmektedir.

Politika faizinin arttırılması ve/veya para arzının kısılması suretiyle daraltıcı bir para politikası uygulanması, firma borçlarının artmasına ve dolayısıyla uzun vadeli varlıklarının değer kaybetmesine yol açacaktır. Politika faiz oranının düşürülmesi ya da para arzının arttırılması yoluyla genişletici bir para politikası uygulanmasının ise tam tersi sonuçlar doğuracağı açıktır.

Politika faiz oranının düşürülmesi durumunda, diğer faiz getirileri gibi tahvil getirileri de azalacağı için hisse senetlerinde talep artışı yaşanacak ve sonuç olarak hisse senetleri ile birlikte firmaların değerinde de artış yaşanacaktır. Bu durum ise firmaların yeni yatırım taleplerini ve dolayısıyla üretimi arttıracaktır.

2.2.1.1.3. Beklentiler Kanalı

Beklentiler kanalı, bir ekonomide karar verici konumdaki ekonomik aktörlerin enflasyon başta olmak üzere ekonominin geleceği hakkındaki beklentileri ve bu beklentilerdeki değişimler üzerinden çalışan bir aktarım kanalıdır.

Kredibilitesi yüksek bir merkez bankasının yaptığı açıklamalar, ekonomik ajanların geleceğe ilişkin davranışlarını belirlemede ve beklentiler kanalının sağlıklı çalışmasında çok etkin bir role sahiptir.

2.2.1.1.4. Döviz Kuru Kanalı

Yukarıdaki şekilde de görüleceği gibi, döviz kuru kanalı hem doğrudan ithalat fiyatları üzerinden hem de yurt içi mal ve hizmetlere olan talep üzerinden toplam talebi etkileyerek enflasyona artı veya eksi katkı sağlayacaktır.

2.2.2. Açık Piyasa İşlemleri

Akdiş'in tanımına göre;

"... açık piyasa politikası, birinci dereceden aktiflerin seviyesinin değiştirilmesini hedefleyen tedbirlerin tümüdür. Ancak bugün, açık piyasa işlemleri kavramı merkez bankasının hazine bonosu, devlet tahvili, özel sektöre ait bazı tahvil ve senetleri alıp satması ile sınırlandırılmaktadır" (Akdiş, 2011, s.268).

Kuyucak, açık piyasa işlemlerinin ilk defa I. Dünya Savaşı öncesinde, İngiltere merkez bankası (Bank of England) tarafından uygulandığını belirtmektedir. İngiltere merkez bankasınca faiz oranlarında yapılan değişikliklerin kredi hacmi üzerinde yeteri kadar etkili olamadığı durumlarda, devlet tahvillerini peşin satıp vadeli satın alarak piyasadan para çekmek veya devlet tahvillerini teminat göstererek piyasadan borçlanmak suretiyle bu ihtiyacı karşılamak amacıyla alınan tedbirlerin zaman içerisinde gelişmesiyle oluşan bu yeni para politikası aracının "açık piyasa muameleleri" olarak isimlendirildiğini belirtmektedir (Kuyucak; 1948, c.II, s.333).

Bugün anladığımız ve kullandığımız anlamda açık piyasa işlemleri (APİ)' ni, merkez bankasına, birincil ya da ikincil piyasalarda finansal enstrümanların kesin alımı veya satımı ile geri satım vaadiyle alımı veya geri alım vaadiyle satımı suretiyle, bankacılık sisteminin toplam rezerv miktarının arttırılmasını ya da azaltılmasını sağlayarak ülkenin para arzını ve kısa vadeli faiz oranlarını etkileyebilme imkanı veren bir para politikası aracı olarak tanımlayabiliriz.

Açık piyasa işlemlerine konu olan finansal enstrümanlar, genellikle hazine bonosu ve devlet tahvili (treasury bills), merkez bankası senetleri (central bank bills), yüksek derecelendirme notuna sahip özel sektör senetleri (prime commercial paper) gibi kıymetlerdir.

Açık piyasa işlemleri defansif ya da ofansif nitelikli olabilir. Merkez bankası, kendi inisiyatifi dışında oluşan likidite hareketlerine karşı mevcut para tabanını korumak için işlem yaparsa bu defansif bir açık piyasa işlemidir. Merkez bankası uyguladığı para politikası sonucu para tabanını değiştirmek istiyorsa bu amaçla yapmış olduğu açık piyasa işlemleri ise ofansiftir (Parasız, 2009, s. 153; Aksoy, 2018, 42).

Açık piyasa işlemlerinin para piyasaları üzerinde iki tür etkisinden bahsedilebilir**.**

a) Miktar Etkisi: Merkez bankasının açık piyasa işlemleri yoluyla finansal piyasadaki likidite miktarını değiştirmesi, bankaların kaydi para yaratma gücü ve kullandırdığı kredi miktarı üzerinde de etkili olacağından bu etkiye miktar etkisi denilmektedir.

b) Fiyat Etkisi: Merkez bankasının açık piyasa işlemleriyle menkul değer satması, tahvil fiyatlarının düşmesine ve dolayısıyla faizlerin artmasına yol açacak; tahvil alması ise tam tersi bir sonuç doğuracaktır. İşte bu etki, açık piyasa işlemlerinin fiyat etkisi olarak bilinmektedir (Parasız, 2009, s.354; Akdiş, 2011, s. 270).

Açık piyasa işlemleri ve uygulanma nedenleri şöyle sıralanabilir.

a) **Doğrudan (Kesin) Alım İşlemleri:** Merkez bankası piyasadaki likiditenin kalıcı olarak uygulanan para politikasınca istenilen düzeyin altında olacağını düşünüyorsa katılımcılardan APİ işlemlerine konu olabilecek nitelikte kıymetler alarak piyasaya kalıcı olarak likidite sağlanır.

b) Doğrudan (Kesin) Satım İşlemleri: Merkez bankası, piyasadaki likiditenin kalıcı olarak fazla olacağı düşüncesinde ise APİ portföyünde mevcut kıymetleri finansal piyasada satarak bankaların elindeki fazla likiditeyi çeker.

c) Repo (Geri Satım Vaadiyle Alım) İşlemleri: Merkez bankası, piyasadaki likiditenin geçici bir süre için istenilen düzeyden az olduğunu, belli bir süre sonra tekrar normal seviyelere döneceğini düşünüyorsa; eksik likiditeyi repo işlemiyle tamamlar. Repo işlemleriyle merkez bankası, piyasa katılımcılarından belirli kıymetleri, belirli bir vadede, belirli bir fiyattan, geri satmak vaadiyle, satın alarak bankalara/aracı kurumlara, geçici bir süre için, nakit aktarır.

d) Ters Repo (Geri Alım Vaadiyle Satım) İşlemleri: Merkez bankası, piyasadaki likiditenin geçici bir süre için fazla olduğunu, belli bir süre sonra tekrar normal seviyelere döneceğini düşünüyorsa; ters repo işlemiyle fazla likiditeyi piyasadan çeker. Ters repo işlemleriyle merkez bankası, piyasa katılımcılara belirli

kıymetleri, belirli bir vadede, belirli bir fiyattan geri almak vaadiyle satarak bankaların/aracı kurumların, ellerindeki fazla likiditeyi, geçici bir süre için, çeker.

e) Depo (Mevduat) Alım ve Satımı: Merkez bankaları, piyasada fazla likidite olması durumunda, bankalardan mevduat alarak piyasadaki fazla likiditeyi çeker. Likidite sıkışıklığı durumunda ise, teminat karşılığı, bankalara mevduat yaparak geçici bir süre için sisteme likidite sağlar.

f) Merkez Bankası Likidite Senetleri İhracı/Erken İtfası: Merkez bankaları, para politikasının etkinliği arttırmak için, likidite fazlasını çekmek amacıyla doğrudan kendileri likidite senetleri ihraç edebilirler. İkincil piyasada da alınıp satılabilen likidite senetleri, merkez bankaları tarafından gerek duyulması halinde geri çekilebilir, yani erken itfa edilebilir.

Tablo 5. APİ İşlemleri ve Fonksiyonları

PİYASAYA LİKİDİTE SAĞLAYAN APİ İŞLEMLERİ	PİYASADAN LİKİDİTE ÇEKEN APİ İŞLEMLERİ
Doğrudan (Kesin) Alım	Doğrudan (Kesin) Satım
Repo	Ters Repo
Depo (Mevduat) Satımı	Depo (Mevduat) Alımı
MB Likidite Senedi İhracı	MB Likidite Senedi İtfası

Açık piyasa işlemlerinin, günümüz merkez bankacılığında en etkili para politikası araçlarının başında geldiği söylenebilir. Çünkü, merkez bankası, işlem miktarlarının ve faiz oranlarının belirlenmesinde bütün inisiyatifi elinde bulundurmaktadır. Ayrıca, gün içinde istediği her an değişik yöntemler kullanarak esneklik ve etkinlik sağlayabilmekte, yapılan işlemleri aynı gün içinde kolaylıkla tersine çevirebilmekte ve bu işlemlerin etkileri piyasaya çok kısa bir sürede yansıyabilmektedir (TCMB, 2007, s.12). Ancak, açık piyasa işlemlerinden beklenen etkinliğin tam olarak sağlanabilmesi için reeskont penceresi gibi bankalara alternatif likidite sağlama kanalları, mümkünse, tamamen kapatılmalıdır (TCMB, 2007, s.11).

2.2.3. Reeskont Politikası ve Reeskont Oranları

Yeniden iskonto anlamına gelen reeskont, bankalarca iskonto edilmiş olan bir senedin, merkez bankalarınca yeniden iskonto edilerek satın alınması demektir. Bankalar, portföylerinde mevcut iskonto edilmiş senetlerden, merkez bankalarınca kabul edilebilir nitelikte olanlarını, yeniden iskonto ettirerek merkez bankalarından kısa vadeli kredi kullanırlar, likidite sağlarlar.

Merkez bankaları, bankalara kullandırdığı reeskont kredilerinin faiz oranlarında değişiklik yapmak suretiyle piyasadaki likiditeyi ve para arzını bu kanaldan da etkileyebilmektedir.

Reeskont işlemlerinin en temel amacı, merkez bankalarının asli fonksiyonlarından birisi olan son likidite mercii olma görevinin yerine getirilmesidir. Reeskont işlemlerinin amaçlarından birisi de gerçek ticari ilişkilerden doğan senetler aracılığıyla reel sektör firmalarına da kredi sağlamaktır. Ekonomik büyümeyi desteklemenin de merkez bankalarının önemli görev ve sorumlulukları arasında olduğu eski anlayış ve uygulamada merkez bankalarının, seçilmiş bazı sektörlerde faaliyet gösteren firmalara reeskont kaynaklı kredi vermesi söz konusu olmuştur.

Hemen hemen dünyanın her bölgesinde yaşanan ekonomik liberalleşme ve özellikle finansal piyasalardaki yapısal reformlarla birlikte, yeni enstrümanların kullanılmaya başlaması sonucu, açık piyasa işlemlerinin etkinliği artmış ve modern merkez bankacılığı anlayışında reeskont işlemleri önemli bir para politikası aracı fonksiyonunu büyük ölçüde kaybetmiştir.

Aslında, parasalcı ekonomistlere göre, reeskont mekanizması zaten gereksizdir, para tabanının değiştirilmesi için açık piyasa işlemleri yeterlidir. Ayrıca, günümüz anlayışında, ticari ihtiyaçlar merkez bankaları için uygun bir kredi ölçütü olmaktan çıkmıştır. Çünkü, banka kredilerinin ve para arzının ticari ihtiyaçlara göre dalgalanmasına izin verilmesi, merkez bankalarının enflasyonu ve resesyonu önlemede kullanabileceği imkanları sınırlayacaktır (Parasız, 2009, s. 355).

2.2.4. Zorunlu Karşılıklar

Zorunlu karşılıklar, merkez bankalarınca piyasadaki likidite miktarını yönetmek için kullanılan para politikası araçlarından birisidir. Bankalarla birlikte ilgili kamu otoritelerince gerekli görülebilecek diğer finansal kuruluşların başta mevduat olmak üzere bilançolarında taşıdıkları yükümlülükler üzerinden oransal olarak belirlenen bir miktarın merkez bankası nezdinde tutulması şeklinde uygulanır.

Zaman içerisinde zorunlu karşılıkların bir para politikası aracı olarak etkinliği ve kullanım gerekçeleri değişmiş olsa bile, genel olarak üç temel fonksiyona sahip olduğu kabul edilmektedir. Bunlar; **ihtiyat**, **parasal kontrol** ve **likidite yönetimi**dir (Gray, 2011, s. 5; Alper ve Tiryaki, 2011, s.2; Aksoy, 2018, s. 47).

a) **İhtiyat:** Zorunlu karşılıklar, özellikle altın standardının geçerli olduğu ve her bankanın kendi banknotunu ihraç ettiği dönemlerde, likidite ve ödeyebilme gücü risklerine karşı önemli koruma sağlamaktaydı. Ancak, özellikle finansal piyasaları gelişmiş ülkelerdeki günümüz bankacılık uygulamalarında, gerek uluslararası gerekse ulusal otoriteler tarafından getirilen, sermaye yeterliliği ve likidite yükümlülükleri gibi düzenlemeler, merkez bankalarınca sağlanan (geç) likidite penceresi gibi uygulamalar ve mevduat sigortası gibi imkanlar ile birlikte düzenleme, gözetim ve denetim faaliyetleri sayesinde zorunlu karşılıkların ihtiyat fonksiyonu büyük ölçüde önemini kaybetmiştir (Gray, 2011, s. 5; Alper ve Tiryaki, 2011, s.2).

b) **Parasal Kontrol:** Özellikle küresel finansal kriz sürecinde, zorunlu karşılıkların bir parasal kontrol aracı olarak önemi daha da artmıştır. Küresel finans krizinin en önemli sonuçlarından birisi de, gelişmiş ekonomilerde uygulanan genişletici para politikasının bir yansıması olarak gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan güçlü sermaye girişleridir. Bu sermaye akımlarının sebep olduğu bol ve ucuz kredi imkanları gelişmekte olan ülkelerde hızlı kredi büyümesi ile birlikte cari açığın artmasına yol açmıştır. Finansal istikrara ilişkin risklerin zamanla fiyat istikrarının bozulmasına da yol açabilecek olması endişesi, bir çok ülkede merkez bankalarını, fiyat istikrarı temel amacından vazgeçmeksizin, finansal istikrarın da aktif bir şekilde gözetilmesi gerektiği gerçeğiyle karşı karşıya

bırakmıştır. Bu sebeple bir çok ülkede merkez bankaları zorunlu karşılıklarını da, temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranları ile birlikte, etkin bir şekilde kullanmaktadır (Gray, 2011, s.5; Alper ve Tiryaki, 2011, s.3).

c) **Likidite Yönetimi:** Zorunlu karşılıklar, merkez bankalarının likidite yönetiminde kullandığı önemli araçlardan birisidir. Para piyasalarındaki likidite miktarının talepten az ya da çok olması durumuna göre; merkez bankaları zorunlu karşılıkları açık ya da fazlayı telafi edecek bir biçimde ayarlayarak, bu dengesizliğin döviz kurları veya faiz oranları üzerinde her hangi bir baskı oluşturmasına engel olabilmektedir. Zorunlu karşılıkların etkisi açık piyasa işlemlerine göre daha gecikmeli olacağından, yapısal nitelikteki kalıcı likidite dengesizlikleri için daha uygun bir araçtır (Alper ve Tiryaki, 2011, s.3).

Merkez bankasının zorunlu karşılık oranlarını değiştirmesi, bankaların yükümlülüklerinin maliyetini etkileyerek, mevduat ve kredi faiz oranlarındaki farkın, üstlendiklerini maliyet farkını telafi edecek şekilde, yeniden düzenlenmesine neden olacaktır. Zorunlu karşılık oranların arttırılması bankaların hem kredi arz kaynaklarını sınırlamakta hem de, özellikle zorunlu karşılıklar için faiz ödenmiyorsa, ortalama maliyetlerini arttırmaktadır. Zorunlu karşılıkların etkili olduğu bu kanala **maliyet kanalı** denilmektedir.

Zorunlu karşılıklardaki değişiklikler, bankaların merkez bankası kaynaklarına olan ihtiyaçlarını değiştirerek kredi verme davranışlarını etkilemek suretiyle de çalışmaktadır. Bu kanal da **likidite kanalı** olarak bilinmektedir (Alper ve Tiryaki, 2011, s.4).

Temel para politika aracı olarak kabul edilen kısa vadeli politika faizindeki bir değişikliğin bütün faiz oranlarını aynı yönde etkilemesine rağmen, zorunlu karşılıkların belirli faiz oranlarını etkilemek amacıyla kullanılması mümkün olduğundan, zorunlu karşılıklar temel politika aracını destekleyici bir role sahiptir. Özellikle sermaye akımlarının güçlü olması dolayısıyla cari açığın artma eğiliminde olduğu dönemlerde, enflasyonist baskıları kontrol etmek amacıyla politika faizini arttırmak zorunda kalan bir merkez bankasının, zorunlu karşılık aracını kullanarak,

kredi ve mevduat faizleri arasındaki farkı açmak suretiyle, artan faizlerin doğurabileceği yan etkileri sınırlaması mümkün olabilir (Alper ve Tiryaki, 2011, s.7).

TCMB, sermaye akımlarındaki artan oynaklığın makroekonomik ve finansal istikrar üzerinde yaratabileceği olumsuz etkilerini belirli ölçüde sınırlayabilmek amacıyla zorunlu karşılıklar kapsamında Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM) olarak adlandırılan yeni bir uygulama tasarlamıştır (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012, s.1).

ROM, bankalara Türk lirası zorunlu karşılıklarını, kısmen (belirlenen oranı geçmemek kaydıyla) yabancı para ve kısmen (belirlenen oranı geçmemek kaydıyla) altın olarak tesis etme imkanı sağlayan bir uygulamadır (Alper vd., 2012, s.2).

ROM, döviz kurlarındaki oynaklığın düşürülebilmesine, kredilerin sermaye hareketlerine karşı duyarlılığının azaltılabilmesine ve kredi büyümesi üzerinde kontrol mekanizması sağlanabilmesine yardım eden ve brüt rezervlerini arttıran bir politika aracı olarak tanımlanabilir (Küçüksaraç ve Özel, 2012, s. 1).

2.2.5. İletişim Politikası

Özellikle enflasyon hedeflemesi uygulamasının birçok ülkede yaygınlaşmaya başlamasından sonra, iletişim politikası önemli para politikası araçlarından biri haline gelmiştir. Daha önceleri merkez bankalarının kurumsal yapılarına ve politikalarına hakim olan **gizlilik** ilkesi ve anlayışı zamanla geçerliliğini kaybetmiştir.

XX. yüzyılın sonlarına kadar, merkez bankalarının, para politikalarıyla ilgili olarak çok az ve şifreli konuşmanın doğru olduğuna inanılırdı. İngiltere merkez bankası (BoE)'nin efsanevi başkanı Montagu Norman'ın *"asla açıklama, asla özür dileme"* prensibi, XX. yüzyıl boyunca neredeyse bütün merkez bankalarınca kabul görmüştü (Yellen, 2013).

Yakın sayılabilecek zamanlarda merkez bankalarının iletişim ve şeffaflık konusunda anlayışları hızla değişti. İletişim politikası, merkez bankaları için, lüzumsuz ve can sıkıcı bir konu olmaktan çıkıp önemli bir para politikası aracına

dönüştü (Blinder vd., 2008, s.5). Yellen'e göre; devrim niteliğindeki bu değişim teknolojideki ilerlemenin bir sonucundan çok para politikasının nasıl daha etkili olabileceğine dair anlayış değişikliğinden kaynaklanmaktadır. Yapılan araştırmalar ve yaşanan tecrübeler, doğru bir iletişimin, para politikasının etkinliğini ve güvenirliğini arttıran başlı başına bir araç olduğunu ortaya koymaktadır (Yellen, 2012).

Günümüzde merkez bankaları ekonomik ve finansal istikrarın zarar görmemesi için, aldıkları kararların nedenlerini ve amaçlarını farklı iletişim kanallarıyla ve belirlenen strateji çerçevesinde kamuoyu ile paylaşmaktadır. Merkez bankaları genellikle para politikasının dört farklı yönü itibarıyla kamuoyuna bilgi verir. Merkez bankasının ve uygulanan para politikasının genel hedefleri ve stratejileri, bu politikanın arkasındaki sebep ve gerekçeler, ülkenin ve dünyanın genel ekonomik durumu ve gelecekteki muhtemel para politikası kararlarının yönü (Blinder vd., 2008, s.18).

İletişimin başarılı olabilmesi için öncelikle hedef kitlenin çok iyi belirlenmesi önemlidir. Çünkü, farklı beklenti ve amaçları olan farklı kesimlerin varlığı, iletişimde kullanılacak kanallar ve araçlar ile iletişimin içeriğinin buna göre tasarlanmasını gerekli kılar.

Merkez bankaları iletişim stratejilerini oluştururken; hangi bilgilerin, hangi kanallardan, hangi kesimlere ve ne zaman verileceğini de belirlemek durumundandır. Para politikası ve ekonomik durum konusunda yapılacak bilgilendirmeler için kullanılan araçların başında, üst düzey yöneticiler tarafından yapılan açıklama ve konuşmalar, basın duyuruları, basın toplantıları, periyodik raporlar ve süreli yayınlar, araştırma ve çalışma tebliğleri, röportajlar, üniversite ve meslek birlikleri ziyaretleri ve konferansları, ziyaretçi ve yatırımcı gruplarına yönelik bilgilendirme toplantıları, yurt içi ve dışından katılımcıların olduğu eğitim çalışmaları gibi kanallar gelmektedir (TCMB, 2011, s. 8). Yakın zamanlarda internet sitelerine ilaveten sosyal medya mecraları da çok önemli iletişim kanalları haline gelmiştir.

2.2.6. Diğer Araçlar

Zaman içerisinde merkez bankalarına yüklenen görev ve sorumluluklar değiştiği gibi, merkez bankalarının para politikası uygulamalarında kullandığı araçlar da değişebilmekte; zaman zaman bazı araçlar öne çıkarken bazılarının da önemi azalabilmektedir. Bunlardan birkaçı şöyle sıralanabilir.

2.2.6.1. Parasal Genişleme

Küresel finans krizinden sonra, ABD merkez bankası FED'in başlattığı ve *"quantitive easing"* (miktarsal genişleme) olarak isimlendirilen bu politika aracı ile merkez bankaları kendi bilançolarını büyüterek piyasaya taze nakit sağlamaktadırlar. İngiltere merkez bankası (BoE)'nın internet sitesinde, quantitive easing, *"merkez bankalarının ekonomiye doğrudan para enjekte etmek için kullandıkları bir araç"* olarak tanımlanmaktadır. Parasal genişlemenin amacının ise, yaratılan bu *"yeni"* para ile ekonomide harcamayı ve yatırımı teşvik olduğu ifade edilmektedir. (https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/quantitive-easing E.T.12.01.2021).

Daha sonra, benzer şekilde, Avrupa merkez bankası (ECB), *"asset purchase"* (varlık alımı) ve Japonya merkez bankası (BoJ), *"monetary easing"* (parasal genişleme) olarak tanımladıkları aynı aracı kullanmışlardır.

Politika faiz oranlarının sıfıra kadar düşürülmesine rağmen iktisadi faaliyetlerin beklenen düzeyde canlanmaması üzerine geçici olarak kullanılmaya başlanan bu araç, bu defa 2020 yılındaki yeni tip Corona virüsü (Covid 19) salgınının piyasalarda yol açtığı ilave durgunluk ile mücadele edebilmek amacıyla tekrar uygulanmaya başlamıştır.

Özellikle gelişmiş ekonomilerde, on yılı aşkın bir süreden beri parasal genişleme temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının yerine geçmiş ve adeta paranın miktarı temel politika aracı halini almıştır.

2.2.6.2. Kredi Genişlemesi

Küresel finansal krizden sonra kullanılan ve parasal genişleme ile benzer etkilere sahip olan kredi genişlemesi, doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki alt başlık altında değerlendirilebilir (Perera, 2010, s.19).

Doğrudan kredi genişlemesinde, belirli piyasalardaki likidite ihtiyacını karşılamak için özel sektörden borç senetlerinin veya varlığa dayalı menkul kıymetlerinin doğrudan satın alınmasıdır. Parasal tabana veya para arzına etkisi bakımından devlet borçlanma senetlerini veya özel sektör borçlanma senetleri almak arasında bir fark yoktur (Perera, 2010, s.19).

Dolaylı kredi genişlemesi ise merkez bankasının elinde bulundurduğu varlıkları vadesine ya da yeniden satana kadar kullanmaması ve dolayısıyla o varlıkla ilgili riski bilançosunda taşımasıdır. Başka bir yol da bankalara teminat karşılığı uzun vadeli kredi vermektir.

Parasal genişleme merkez bankasının bilanço büyüklüğünü doğrudan etkilerken, kredi büyümesi bilançonun kompozisyonunda değişikliğe yol açmaktadır. FED'in *"Operation Twist"* olarak takdim ettiği bu politika ile kısa vadeli hazine bonoları, uzun vadeli menkul değerler ile değiştirilmektedir (Joyce, Miles, Scott ve Vayanus, 2012, s.272).

2.2.6.3. Döviz Müdahaleleri ve İhaleleri

Döviz kuru rejiminin tamamen serbest dalgalı kur olduğu ülkelerde döviz kurları üzerine herhangi bir müdahale söz konusu olmaz. Bunların dışında kalan ülkeler az ya da çok döviz kurlarına müdahalede bulunabilir. Müdahalelerin sıklığı arttıkça serbest dalgalı kurdan o kadar uzaklaşılıyor demektir (Özatay, 2018, s.451).

Döviz kurlarındaki aşırı oynaklık milli paranın gereğinden fazla değerlenmesine yol açıyorsa, döviz piyasasına alıcı olarak giren merkez bankası, döviz talebinin ve dolayısıyla değerinin artmasını sağlayarak milli parasının değerini

istenilen seviyeye getirmeye çalışır. Tersi durumda da bu defa satıcı olarak girdiği döviz piyasasında döviz kurunun düşmesini milli paranın değerlenmesini sağlayabilir.

Döviz kuru rejiminin serbest dalgalı rejime daha yakın olduğu ülkelerde bu müdahalelerin miktarı, zamanı ve mekanizması daha önceden kamuoyuna duyurulur. Merkez bankaları daha önceden şartlarını açıklayarak döviz alım ve satım ihaleleri de düzenleyebilir.

2.3. Para Politikası Rejimleri

Bordo (1999, s. 10), para rejimlerini tarihi olarak; altın ve gümüş gibi kıymetli bir metala çevrilebilen ve 1971 yılına kadar devam eden altın standardı ve halen yürürlükte olan itibari (fiat) para standardı olmak üzere ikiye ayırmaktadır.

Bordo ve Schwartz ise (1999, s.149); para otoritelerinin yetkilerine sınır getirilmesi olarak tanımladıkları para politikası rejimleri konusunda dünyanın yaşadığı tecrübeyi dört aşamada incelemektedirler.

i. Klasik altın standardı (1880-1914),

ii. İki dünya savaşı arası,

iii. Dolaylı altın standardı olan Bretton Woods uluslararası para sistemi (1946-1971) ve

iv. Yönetilen dalgalı para (fiat para-itibari para) sistemi dönemleri.

Bu çalışmamızda, altın standardının esas olduğu para politikası rejimlerine hiç girmeyeceğiz. Sadece, Bretton Woods sisteminin çökmesinden sonra paranın değerinin bağlanacağı bir nominal çıpa ihtiyacını karşılamak için uygulanan para politikası rejimlerini özet olarak anlatacağız.

Bretton Woods sisteminin çökmesi ile altınla ilişkisi kesilen ülkelerin çoğunda parasal genişleme ve yüksek seviyelerde enflasyon yaşanmaya başlaması üzerine başta FED olmak üzere merkez bankaları parasal sıkılaştırmaya gitmişler ve merkez

bankacıları arasında merkez bankalarının öncelikli görevlerinin fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olması gerektiği konusunda bir fikir birliği sağlanmıştır.

Merkez bankalarının daha bağımsız hareket etmeleri gereğini de ortaya koyan bu durum bir nominal çıpa ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. Zira nominal çıpa, enflasyon ile ilgili taahhütlerinin yerine getirileceği hususunda somut bir ölçü olup merkez bankalarının kredibilite kazanmasını sağlar. Bu nominal çıpa, parasal bir büyüklük, herhangi bir rezerv para olabileceği gibi hedeflenen enflasyon oranı da olabilir. Nominal çıpa, paranın değeri üzerine doğrudan bir sınırlama getirilmesi dolayısıyla enflasyon beklentilerinin düşük tutulmasına ve fiyat istikrarının sağlanmasına yardımcı olacaktır (Mishkin, 2000, s.136).

2.3.1. Parasal Hedefleme

Parasal hedefleme, enflasyon hedeflemesinin henüz bir para politikası rejimi olarak uygulanmadığı yıllarda, merkez bankalarının, asli görevleri olan fiyat istikrarına ulaşabilmek için bir takım parasal büyüklükleri ara hedef olarak kullandığı bir para politikası rejimidir.

Çok genel bir ifade ile, fiyatlar genel seviyesinin piyasadaki para miktarı ile yakın ilişkisi olduğu görüşü olarak özetlenebilecek miktar teorisine dayanan parasal hedeflemede, hangi büyüklüklerin hedefleneceği, zaman içerisinde ve ülkeler arasında değişiklikler gösterebilmektedir.

Parasal hedefleme ile merkez bankaları, para politikası duruşu ve enflasyonu kontrol altında tutma konusundaki niyetleri hakkında kamuoyuna ve piyasaya gerekli mesajları verebilmektedir. Bu mesajların enflasyon beklentilerinin ve gerçekleşen enflasyonun düşük seviyelerde kalmasında katkısı olmaktadır (Mishkin, 1999, s.12).

Parasal hedeflemenin başarılı olabilmesi iki temel şarta bağlıdır.

i. Asıl amaç olan enflasyon ile seçilen büyüklükler arasında güçlü ve sağlam ilişki bulunmalıdır.

ii. Merkez bankasının seçilen büyüklük üzerinde yeterince kontrol gücü bulunmalıdır (Mishkin, 1999, s.13).

Zaman içerisinde ekonominin genelinde ya da finansal piyasalarda ortaya çıkabilecek gelişmeler ve yenilikler enflasyon ile seçilen büyüklükler arasındaki ilişkiyi zayıflatabilir. Böyle durumlarda gerekiyorsa seçilen büyüklükler veya hedefler revize edilebilir. Aksi takdirde, parasal hedefleme amacına ulaşamayacaktır. Nitekim, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucu kullanılmaya başlayan yeni finansal araçların piyasada kullanılmaya başlamasının da etkisiyle 1990'lı yıllarda, bazı ülkeler parasal hedeflemeyi terk etmişlerdir.

Almanya ve İsviçre parasal hedeflemeyi en iyi uygulayan ülkeler olarak kabul edilmektedir. Bernanke, Laubach, Mishkin ve Posen, bu ülkelerin uyguladıkları parasal hedeflemeyi enflasyon hedeflemesinin öncüsü olarak görmekte ve hatta "melez" bir enflasyon hedeflemesi rejimi olarak değerlendirmekte (1999, s.42); Mishkin ise, bu iki ülkenin enflasyonu kontrol etmede gösterdikleri başarı nedeniyle parasal hedeflemenin, Avrupa Merkez Bankasının kurumsal politika rejiminin ögelerinden birisi haline geldiğini ifade etmektedir (1999, s.14).

Mishkin, Almanya ve İsviçre'nin tecrübelerinden iki önemli sonuç çıkarmaktadır.

i. Parasal hedefleme rejimi, uygulama sırasında ara hedeflerde önemli sayılabilecek sapmalar gösterse de, uzun vadede enflasyonu kontrol edebilmektedir.

ii. Uygulama sırasında birçok defa hedeften sapmalar yaşansa bile, para politikası hedeflerinin açık bir şekilde belirlenmiş olması, para politikası stratejisi ile ilgili olarak kamuoyu ile iyi bir iletişim sağlanması ve merkez bankalarının şeffaflığının ve hesap verebilirliğinin arttırılmış olması, uygulanan politikanın başarısının en önemli sebeplerindendir (1999, s.17-18).

Dünyadaki diğer örneklerinden bir hayli geç ve hatta birçok ülkenin bu politikayı terk etmesinden sonra başlamış olsa da parasal hedefleme Türkiye'de de iki farklı formatta uygulanmıştır.

İlk uygulama, 1985 Mayıs ayında Hazinenin ihaleli bono ve tahvil satışların başlamasıyla, kamu finansman açıklarının doğrudan merkez bankası bilançosuna yansımasının kısmen de olsa önünle geçilmesi sonucu parasal program yapabilme kabiliyeti artan TCMB'nin, 1986 yılında kamuoyuna açıklanmadan denemiş olduğu parasal programlamadır. Bu programda, parasal büyüklük olarak M2 hedeflenmiştir. 1987 ve 1988 yıllarında da benzer bir politika uygulanmaya çalışılmış, ancak hedeflerden çok büyük ölçüde sapma oluşması nedeniyle uygulamaya son verilmiştir.

1990 yılı başında kamuoyuna ilan edilerek başlatılan yeni denemede; merkez bankası bilançosunun yeniden düzenlenmesi suretiyle, bankanın doğrudan temas halinde bulunduğu mali kurumlarla olan ilişkilerini yeniden yapılandırmak hedeflenmiş; bu amaçla parasal program, merkez bankası bilançosundan seçilen dört büyüklükle ilgili nicel hedefler üzerine kurulmuştur. Bu hedefler önem sırasına göre, Merkez Bankası Parası, Toplam İç Varlıklar, Toplam İç Yükümlülükler ve Merkez Bankası bilanço büyüklüğüdür (TCMB, 1991, s.30). Hedeflere ulaşılması açısından belli ölçüde başarılı olan bu uygulama yaşanan körfez krizi ve artan bütçe açıkları nedeniyle 1991 yılında devam ettirilememiştir. 1992 yılında açıklanan parasal programlama ise başarısız olmuştur (Günal, 2001, s.61).

1994 yılında yaşanan krizden sonra IMF ile yapılan istikrar programı ve stand-by anlaşmasına göre, Net Uluslararası Varlıkların (NUR) 1 milyar ABD dolarının altına düşmemesi ve Net İç Varlıkların (NİV) ise yıl sonunda sabit fiyatlarla 293 trilyon Türk lirası olması hedeflenmiştir (TCMB, 1995, s.50).

Türkiye'nin bu konudaki bir diğer tecrübesi, 22 Aralık 1999 tarihinde IMF ile yapılan istikrar programı ve stand-by anlaşması gereğince 2000 yılı başından itibaren uygulamak zorunda kaldığı parasal hedefleme programıdır. IMF, stand-by anlaşması yaptığı ülke enflasyon hedeflemesi uygulamıyorsa, o ülkenin merkez bankası bilançosu üzerinde birtakım sınırlamalar getirmektedir. Bu kapsamda, IMF, imzalanan stand-by anlaşması gereğince, TCMB'den bazı bilanço büyüklüklerini kontrol etmesini istemektedir. Bu kapsamda TCMB, üçer aylık dönem sonları itibarıyla, Net Uluslararası Rezervlerinin (NUR) belirlenen limitin altına düşmemesini, Net İç Varlıklarının (NİV) da belirlenen tavanı aşmamasını sağlamakla sorumlu olacaktır.

Ayrıca Para Tabanına (PT) gösterge niteliğinde bir tavan belirlenmiştir (Özatay, 2018, s.372-374).

2.3.2. Döviz Kuru Hedeflemesi

Para politikası uygulamasında, yabancı bir ülke parasının değerini nominal çıpa olarak tanımlamak, başka bir anlatımla yerel parayı daha istikrarlı ve uluslararası piyasada daha itibarlı bir başka ülkenin parasına endekslemek olarak özetlenebilecek döviz kuru hedeflemesi rejimi, aslında altın standardının bir devamı veya farklı bir uygulamasıdır denilebilir.

Döviz kuru hedeflemesi, daha çok siyasi istikrarsızlık yaşayan, finans piyasası yeterince gelişmemiş ve uzun süreli yüksek enflasyon sorunuyla karşı karşıya olan ülkeler için enflasyon psikolojisini yenmenin ve ekonomiyi istikrara kavuşturmanın çaresi olabilir.

Aslında, para politikası rejimi ne olursa olsun her ülkenin uyguladığı bir kur rejimi de vardır. Başka bir ifade ile bütün para politikası rejimleri uygulanan rejimle uyumlu bir kur rejimini de tercih etmek durumundadır. Örneğin, IMF verilerine göre, para politikası rejimi enflasyon hedeflemesi olan 41 ülkeden 36'sı dalgalı kur rejimi uygulamaktadır (IMF, 2020, s.7-8).

Burada söz konusu olan durum, uygulanan kur rejiminin tamamen veya belirli bir ölçüde para politikası rejiminin yerine geçmiş olması halidir. Bu durumun uç örneklerinden birisi para kurulu uygulamasıdır.

Para kurulu, sabit döviz kuru uygulamasının bir türü sayılabilir. Ancak, tipik sabit kur uygulamasında merkez bankası, faiz oranlarını belirleme ve para basma yetkilerine sahip olduğundan, ülkenin para politikasını belirleme konusunda sınırlı da olsa etki sahibidir. Para kurulu sisteminde ise, merkez bankası ancak rezervlerinde mevcut döviz karşılığı para basabilmekte ve son borç verme mercii olma özelliğini de kaybetmektedir. IMF verilerine göre 2019 yılı sonu itibarıyla 11 ülkede para kurulu uygulaması mevcuttur (IMF, 2020, s.7).

Para politikasıyla tam anlamıyla entegre olan başka bir kur rejimi de, bağımsız bir ülkenin kendi parasını kullanmaktan vazgeçip parası güçlü ve istikrarlı başka bir ülkenin parasını resmi ve yasal para kabul etmesi olarak tanımlanabilecek *"resmi dolarizasyon"* dur. Para kurulunda olduğu gibi, resmi dolarizasyon uygulayan ülkelerde de merkez bankasının para politikası yönetimiyle ilgili hemen hemen hiçbir fonksiyonu kalmamaktadır. IMF verilerine göre, 2019 yılı sonu itibarıyla 13 ülke yasal para olarak başka bir ülke parasını (7'si ABD doları, 3'ü Euro ve 3'ü diğer) kullanmaktadır (IMF, 2020, s.7).

Para politikası rejimi olarak kur hedeflemesi uygulamanın avantajları şöyle sıralanabilir.

i. Sistem basit ve açık olduğundan ekonomik birimler ve halk tarafından kolayca anlaşılır.
ii. Para politikasının yürütülmesi kolaylaşır, merkez bankasının popülist kararlar almasını engeller.
iii. İthal malların fiyatlarının artmamasına, enflasyonist beklentilerin kırılmasına ve enflasyonun az maliyetle kısa sürede düşürülmesine yardımcı olur.

Kur hedeflemesinin yukarıdaki avantajları yanında önemli sakıncaları da bulunmaktadır (Mishkin, 2000, S.138-139; Mishkin, 2006, s.21).

i. Her şeyden önce merkez bankasının uygulayacağı para politikası sınırlandırılmış olur. Özellikle sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ekonomide merkez bankası kuru korumak için para arzını ülkenin ihtiyaçlarına göre yönetmekte zorlanır.
ii. Ülke para birimi spekülatif ataklara açık hale gelir.
iii. Kuru hedeflenen ülkede yaşanan şoklar, hedefleyen ülkeye büyük ölçüde yansır.
iv. Ekonomik birimler kurun sabitlenmiş olması dolayısıyla gereksiz ve aşırı riskler alabilirler. Özellikle bankalar başta olmak üzere bazı firmalar yurt dışından borçlanarak döviz pozisyonlarını arttırabilir. Sistemin bir şekilde sonlanması durumunda ülkede kriz yaşanabilir.

v. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde, merkez bankalarının ve para politikasından sorumlu diğer kurumların sorumluluk duygularını zayıflatabilir.

Türkiye de zaman zaman kur hedeflemesini kullanmak zorunda kalmıştır. 1994 ve 1999 yıllarında IMF ile yapılan istikrar programları ve stand-by anlaşmaları gereğince, kurlar nominal bir çıpa olarak kullanılmıştır. Örneğin 22 Aralık 1999 tarihli stand-by anlaşmasına göre, "*2000 yılı sonuna kadar 1 ABD doları ve 0,77 eurodan oluşan kur sepetinin Türk lirası karşısındaki değeri yüzde 20'lik Toptan Eşya Fiyat Endeksi yıl sonu hedefi doğrultusunda ileriye dönük bir biçimde önceden açıklanmıştır"* (TCMB, 2001, s.71).

Stand-by anlaşmasının kabulünden önce Niyet Mektubunun imzalandığı 9 Aralık 1999 tarihinde TCMB Başkanı Gazi Erçel tarafından yapılan basın toplantısında uygulanacak kur rejimi esasları açıklanmıştır. Buna göre; kur politikası, Ocak 2000- Haziran 2001 dönemini kapsayan 18 ay boyunca "enflasyon hedefine yönelik kur sepeti", takip eden dönemde ise "kademeli olarak genişleyen band" çerçevesinde yürütülecektir (Erçel, 1999, s. 7).

TCMB tarafından 27 Mart 2000 tarih, 2000-13 sayılı basın duyurusu ile 31 Mart 2001 ve 23 Haziran 2000 tarih, 2000-24 sayılı basın duyurusu ile de 30 Haziran 2001 tarihine kadar uygulanacak günlük kurlar açıklanmış, ancak bu sistem 2000 yılı Kasım ayında ciddi bir sarsıntıya uğramış, 2001 yılı Şubat ayında da tamamen iflas etmiştir (Özatay, 2018, s.380).

2.3.3. Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesi, ara hedefler yerine doğrudan enflasyon oranının hedeflendiği başka bir ifade ile nominal çıpanın hedeflenen enflasyon oranı olduğu bir para politikası rejimidir.

Bretton Woods uluslararası para sisteminin 1971 yılında çökmesinin ardından yaşanan Ortadoğu petrol krizin de etkisiyle dünya, 1970'li yılların başından itibaren yüksek bir enflasyonist ortama girmiştir. Dünya ölçeğinde yaşanan fiyat artışlarına

ekonomi yönetimlerinin gerekli reaksiyonu gösterememesi sonucu yüksek enflasyonla düşük büyüme birlikte yaşanmıştır. Konuyla ilgili olarak bu dönemde başlatılan akademik çalışmalara (Kara ve Orak, 2008, s.3), 1980'li yılların başında ABD'de, yoğun bir muhalefete rağmen ısrarla uygulanan, parasal sıkılaştırmanın olumlu sonuçlarının (Yılmaz, 2010, s.3) eklenmesiyle, fiyat istikrarının sağlanabilmesi ve sürdürülebilmesi için merkez bankalarının bağımsız hareket etmeleri gereği konusunda bir fikir birliği oluşmuştur.

Merkez bankalarının bağımsızlığı konusunda oluşan mutabakat, kalıcı fiyat istikrarının sağlanabilmesi için uygulanacak strateji konusunda sağlanamamıştır. Bu dönemde, değişik ülkelerce birçok alternatif para politikası rejimi denenmiştir. Bunlardan en çok uygulananlar parasal büyüklüklerin veya döviz kurunun nominal çıpa kabul edildiği uygulamalardır (Kara ve Orak, 2008, s.4).

Bu alternatif uygulamalardan beklenen başarının sağlanamaması üzerine hem akademisyenlerin hem de uygulamacıların arayışlarının sürdürülmesi sonucu enflasyon hedeflemesinin merkez bankalarının asıl amacına hizmet için en uygun strateji olduğu sonucuna varılmıştır. Enflasyon hedeflemesi ilk olarak 1990 yılında Yeni Zelanda'da uygulanmış; uyguladıkları diğer rejimlerden sonuç alamayan ülkeler de zaman içerisinde bu rejimi benimsemişlerdir. Geçen zaman içerisinde enflasyon hedeflemesiyle ilgili teori ve uygulama birlikte geliştirilmiştir (Hammond, 2012, s.5).

IMF'ye göre, 2019 yılı sonu itibarıyla 41 ülkede, para politikası rejimi olarak enflasyon hedeflemesi uygulanmaktadır. Bununla birlikte, Bernanke vd., IMF'ye göre diğer rejimleri uygulayan ülkeler arasında yer alan ABD'de de "The Price Stability Act 1997" ile FED tarafından örtülü bir enflasyon hedeflemesi uygulandığı görüşündedirler (1999, s.4). Diğer taraftan, Çin Merkez Bankası (PBoC) üzerinde inceleme yapan araştırmacılardan He ve Pauwels, PBoC'nin örtük enflasyon hedeflemesi (2008, s.26) ve Xiong ise gayrı resmi enflasyon hedeflemesi (2012, s.527) uyguladığı kanısındadırlar. Avrupa Merkez Bankası (ECB)'nın, yıllık tüketici enflasyonunu, orta vadede, yüzde 2'nin altında ama yüzde 2'ye çok yakın tutmak şeklindeki fiyat istikrarı tanımı, ECB'nin de ismi konulmadık bir enflasyon hedeflemesi uygulayıcısı olduğu sonucunu doğurmaktadır.

Tablo 6. IMF'ye Göre Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkeler (2019)

ÜLKELER	**TARİH**	**2020 E.H.**	**ÜLKELER**	**TARİH**	**2020 E.H.**
Yeni Zelanda	1990	%2+/- %1	Guatemala	2005	%4 +/- %1
Kanada	1991	%2+/- %1	Endonezya	2005	%3 +/-%1
İngiltere	1992	%2	Romanya	2005	%2,5+/-%1
Avustralya	1993	%2-%3	Türkiye	2006	%5 +/-%2
İsveç	1993	%2	Sırbistan	2006	%3 +/- %1,5
Çekya	1997	%2+/- %1	Ermenistan	2006	%4 +/- %1,5
İsrail	1997	%1-%3	Gana	2007	%8 +/- %2
Polonya	1998	%2,5+/-%1	Uruguay	2007	%3-%7
Brezilya	1999	%4 +/-%1,5	Arnavutluk	2009	%3 +/-%1
Şili	1999	%3 +/-%1	Gürcistan	2009	%3
Kolombiya	1999	%3 +/-%1	Paraguay	2011	%4 +/- %2
Güney Afrika Cum.	2000	%3-%6	Uganda	2011	%5 +/-2
Tayland	2000	%1-%3	Dominik Halk C.	2012	%4 +/- %1
Macaristan	2001	%3 +/-%1	Japonya	2013	%2
Meksika	2001	%3 +/-%1	Moldova	2013	%5 +/- %1,5
İzlanda	2001	%2,5	Hindistan	2015	%4 +/- %2
Güney Kore	2001	%2	Kazakistan	2015	%4-%6
Norveç	2001	%2	Rusya	2015	%4
Peru	2002	%2 +/- %1	Ukrayna	2016	%5 +/-%1
Filipinler	2002	%3 +/-%1	Jamaica	2017	%4-%6

Kaynak: IMF, 2017, s.7-8; Jahan, 2018, s.73,

2.3.3.1. Enflasyon Hedeflemesinin Tanımı ve Özellikleri

Enflasyon hedeflemesi, değişik yazarlarca benzer şekillerde tanımlanmıştır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının "100 Soruda Merkez Bankacılığı" isimli kitapçığındaki tanım şöyledir. "*... ekonominin genel değişkenlerinin ve makroekonomik göstergelerin dikkate alınarak belirli bir dönem bir enflasyon oranının belirlenmesi ve o hedefe yönelik bağımsız bir para politikasının uygulanmasıdır"* (TCMB, 2018, s.34).

Enflasyon hedeflemesiyle ilgili tanım yapan hemen hemen bütün yazarların üzerinde mutabık kaldıkları enflasyon hedeflemesi rejiminin temel özelliklerini şu şekilde sıralayabiliriz (Agenor ve Silva, 2019, s.20; Hammond, 2012, s.5; Mishkin, 1999, s.18; Parasız, 2015, s.634; Akdiş, 2011, s.294).

i. Fiyat istikrarının merkez bankasının uzun vadeli birincil hedefi olduğunun kamuoyuna ilan edilmesi ve bu hususta kurumsal taahhütte bulunulması,

ii. Orta vadeli sayısal bir enflasyon hedefinin kamuoyuna duyurulması,

iii. Para politikası stratejisinin, enflasyon tahmini de dahil olmak üzere, geniş bir bilgi seti üzerine bina edilmesi,

iv. Merkez bankasının bağımsız ve aynı zamanda hesap verebilir olması,

v. Para politikası konusunda karar verici durumda olanlar tarafından; amaçları, planları ve kararları hakkında piyasalar ve kamuoyu ile şeffaf bir şekilde iletişim sağlanması.

2.3.3.2. Enflasyon Hedeflemesinin Ön Şartları

Para politikası rejimi olarak enflasyon hedeflemesini uygulamak isteyen ülkelerin, başarılı olabilmeleri için, öncelikle yerine getirmeleri gereken şartlar vardır. Bunlardan öne çıkan bazılarını şöyle sıralamak mümkündür (Özatay, 2018, s.403-407; Parasız, 2015, s.635-636; Kara ve Orak, 2008, s.20-22), Agenor ve Silva, 2019, s.20-22; Freedman, 2006, s.10-12; Blejer ve Leone, 2000, s.4-5).

(i). Merkez Bankasının Bağımsızlığı: Üzerinde çok yazılan ve konuşulan merkez bankası bağımsızlığı enflasyon hedeflemesinde başarılı olabilmenin en önemli şartlarından birisidir. Burada bağımsızlıktan anlaşılması gereken, merkez bankasının, politika araçlarının tamamını, hiçbir baskı ve etki altında kalmaksızın bağımsız bir şekilde kullanabilmesine imkan sağlayan *araç bağımsızlığı*na hem kanunen hem de fiilen sahip olmasıdır. Araç bağımsızlığının, enflasyon hedeflemesi uygulamasıyla ilgili bir başka boyutu da, merkez bankasının kamu kesimini finanse etmesinin kanunen yasaklanmış olması gereğidir. Bunların dışında merkez bankasına idari ve mali yönden özerklik sağlanmış olması, özellikle para politikası konusunda karar verici pozisyonda olan yöneticilerin atanma usulleri ve görev süreleri gibi hususların yasal güvencelere bağlanması ve güvencelerin fiiliyata geçirilmesi bağımsızlığın güçlendirilmesi için önemlidir.

(ii). Yeterli Teknik Alt Yapı ve Metodoloji: Enflasyon hedeflemesi rejiminin veri bağımlısı bir uygulama olduğu görüşü hakimdir (Kara ve Orak, 2008, s.21). Bu verileri inceleyip değerlendirebilmek, analiz edebilmek, sonucunda bir tahmin üretebilmek ve ekonometrik modellemeler yapabilmek için yeterli bilgi ve tecrübeye sahip uzman personelle birlikte yeterli teknik donanıma sahip olmak, uygulamanın başarılı olmasının temel önceliklerinden birisidir. Freedman, başlangıçta makul seviyede enflasyon tahminleri yapabilmeye yeterli bir teknik alt yapının ve metodolojinin mevcudiyetinin önemli olduğunu, zaman içerisinde ileri seviyede bir sistemin geliştirilebileceğini ifade etmektedir (2006, s.11).

(iii). Mali Baskınlık Olmaması: Merkez bankasının kamu açıklarını kapatması, doğrudan hükümete borç vererek veya devlet borçlanma senetlerini birincil piyasadan satın alarak hazineyi finanse etmesi halinde mali baskınlığın varlığından bahsedilebilir. Böyle bir durum karşısında merkez bankasının önceden ilan ettiği enflasyon hedeflerine ulaşması imkansız hale gelir. Bütçe açıklarını finanse etmek zorunda kalan bir merkez bankası, kendi bilanço büyüklüğünü kontrol edebilme gücünü kaybeder. Diğer taraftan mali baskınlık, merkez bankasınca belirlenen politika faizi ile piyasa faizleri arasındaki ilişkiyi zayıflatarak, aktarım mekanizmasının beklentiler doğrultusunda işleyişini aksatabilir.

Bir ülkede fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek her ne kadar merkez bankasının asli görevi ise de, hükümetin ve ekonomik birimlerin bir bütün olarak merkez bankasına destek olmaları şarttır. Bu hususta en önemli katkı da, enflasyon hedeflemesini destekleyen veya en azından gereği gibi işlemesine engel teşkil etmeyecek bir şekilde düzenlenmiş bulunan, maliye politikaları ile sağlanabilir (Kara ve Orak, 2008, s.21).

(iv). Güçlü ve Sağlıklı Bir Finansal Piyasanın Varlığı: Bir ülkede finansal piyasalar ne kadar güçlü ise ve ne kadar sağlıklı çalışıyorsa, enflasyon hedeflemesinin başarılı olmasına o kadar katkıda bulunur. Çünkü para politikası kararları, aktarım mekanizması üzerinden tüketim, yatırım ve tasarruf kararlarını etkilemektedir. Aktarım mekanizması da genel olarak finansal piyasalar üzerinden çalışmaktadır. Bu kanalların sağlıklı çalışamaması durumunda merkez bankası piyasaya gereğinden fazla likidite sağlamak zorunda kalabilir ki, bu da enflasyon hedefine ulaşılmasını zorlaştırır. Sağlıklı bir finansal piyasanın oluşabilmesi, öncelikle bu konudaki düzenleme ve denetlemelerin yerinde ve yeterince iyi olmasına bağlıdır. Finansal piyasalarla ilgili bir başka problem de, ülkede dolarizasyonun ve özellikle döviz cinsinden borçlanmanın yüksek seviyede olmasıdır. Bu durum, yerli paranın değerinin düşmesi halinde bilançoların bozulmasına yol açabilir ve merkez bankasını, örtülü bir kur hedeflemesi rejimi uygulanıyormuş gibi, bir şekilde kura müdahale etme mecburiyetinde bırakabilir. Halbuki, enflasyon hedeflemesinin başarısı için serbest kur rejimi uygulanmasının önemli bir gereklilik olduğu bilinmektedir (Agenor ve Silva, 2019, s.22).

(v). Fiyat İstikrarının Öncelikli Hedef Olması: Enflasyon hedeflemesinin temel hedefi fiyat istikrarı ve hedeflenen enflasyon oranına ulaşılmasıdır. Fakat bu durum merkez bankasının başta büyüme olma üzere ülke ekonomisindeki diğer gelişmelere kayıtsız kalması anlamına gelmez. Çünkü, uzun vadede fiyat istikrarının sağlanması ekonominin genelinde de istikrarlı ve sürdürülebilir bir büyümeyi getirir. Ayrıca enflasyon oranının hedeflenmiş olması döviz kurlarında meydana gelecek hareketliliği ihmal etmek anlamına da gelmez. Çünkü kurlar, merkez bankası kararlarının parasal aktarım mekanizması üzerinden toplam talebi ve oradan da enflasyonu etkilemesinde etkili olan kanallardan birisidir (Freedman, 2006, s.8).

Burada sayılanlar dışında, enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmeden önce enflasyon oranının makul bir seviyede olması da uygulamanın başarılı olması için önemli bir şarttır.

2.3.3.3. Enflasyon Hedeflemesinin Operasyonel Çerçevesi

Enflasyon hedeflemesi rejimi, sayısal bir enflasyon hedefinin hangi süre içinde gerçekleştirileceğinin açıkça taahhüt edilmesi, bu taahhütlerin gerçekleşmemesi halinde ne şekilde hesap verileceğinin ve kamuoyu ile iletişimin hangi kanallarla sağlanacağının önceden belirlenmesi esasına dayanır. Bu hususlardaki uygulamalar da ülkeden ülkeye değişmektedir.

(i). Enflasyon Hedefinin Belirlenmesi. Sayısal enflasyon hedefinin belirlenmesinden önce hedef değişkenin seçilmesi gerekir. Bu konuda genellikle tüketici fiyat endeksi tercih edilirken sınırlı sayıda ülkede çekirdek enflasyon göstergesi hedeflenmektedir. Enflasyon hedefi bazı ülkelerde nokta hedef olarak belirlenirken bazı ülkelerde ise bir bant şeklinde ortaya çıkmaktadır. Nokta hedef tercih eden ülkeler genellikle nokta hedef etrafında bir de belirsizlik aralığı açıklarlar.

Enflasyon hedefinin kimler tarafından belirleneceği konusunda da ülkeler arasında farklı uygulamalar mevcuttur. İngiltere, Norveç ve Güney Afrika gibi bazı ülkelerde hedef hükümetçe belirlenirken, İsveç, Polonya ve Macaristan gibi bazı ülkelerde hedef belirleme yetkisi merkez bankasına aittir. Rejimin ilk uygulayıcısı Yeni Zelanda ve Türkiye'nin dahil olmak üzere en çok ülkenin yer aldığı grupta ise enflasyon hedefi hükümet ve merkez bankasınca birlikte belirlenmektedir (Hammond, 2012, s.9).

(ii). Hedef Ufkunun Belirlenmesi. Hedef ufku, taahhüt edilen hedefe ulaşılması gereken süreyi ifade etmektedir (Kara ve Orak, 2008, s.9). Genellikle tercih edilen orta vadeli hedefler (2 yıl ve fazlası), enflasyon beklentilerini yönetmek için daha uygundur. Bazı ülkeler de hedef ufkunu sürekli olarak belirler. Aktarım mekanizması ne kadar yavaş çalışıyorsa hedef ufkunun da o kadar uzun olması gerekir (Hammond, 2012, s.9).

(iii). Karar Verme Mekanizması. Karar verme mekanizmasından kastedilen, başta faiz kararları olmak üzere, para politikası kararlarını veren organın oluşumu ve karar verme sürecinin işleyişi ile ilgili hususlardır. Karar organı, çoğunlukla 7 kişi olmak üzere, genel olarak 5 ile 10 kişi arasında değişen sayıda üyeden oluşan kurul veya komitelerdir. Kararın oy birliği ile verildiği ülkeler de bulunmakla birlikte, genel uygulama kararın oylama ile verilmesi durumudur. Kurulların yıllık toplantı sayıları 6 ile 12 arasında değişirken en çok rastlanan uygulama 8 ve 12 toplantı şeklinde ortaya çıkmaktadır (Hammond, 2012, s.11).

(iv). Hesap Verme Mekanizması. Hesap verme sorumluluğunu ve mecburiyetini, merkez bankalarının sahip olduğu araç bağımsızlığının doğal bir sonucu ve bedeli olarak değerlendirmek gerekir. Bu sorumluluk enflasyon hedeflemesinin olmazsa olmaz özelliklerinden birisidir. Uygulama yöntemlerinde olduğu gibi, hesap verme mekanizması bakımından da ülkeler arasında farklılıklar bulunmaktadır. Merkez bankalarının faaliyetleri konusunda, başkan tarafından, ülkenin parlamentosuna ve/veya hükümetine belirli aralıklarla bilgi sunulması en önemli hesap verme araçlarından birisidir. Ayrıca, birçok ülke uygulamasında, enflasyon oranlarının hedeflerden belirli seviyelerde sapması veya sapma ihtimalinin belirmesi halinde, bu sapmanın sebepleri ve enflasyonun tekrar hedefe yakınsaması için ne gibi tedbirler alınacağı konusunda hükümete bir *"açık mektup"* yazılması ve durumun kamuoyu ile paylaşılması gerekmektedir.

(v). Şeffaflık ve İletişim Kanalları. İngiltere merkez bankası başkanlarından Mervyn King, bir konuşmasında, *"Enflasyon hedeflemesi karar alıp onun iletişimi sağlamaktan ibarettir"* diyerek enflasyon hedeflemesi rejiminde iletişimin önemine işaret etmektedir (King, 2005). Merkez bankaların en sık kullandığı iletişim kanalı enflasyon raporlarıdır. Genellikle üç ayda bir yayımlanan bu raporların içeriği ülkeden ülkeye değişebilmekle beraber, genel olarak dünyadaki ve ülkedeki ekonomik durumu, orta ve uzun vadede enflasyon oranı tahminlerini, hedeften sapma varsa gerekçelerini ve alınması gereken tedbirleri vs. kapsamaktadır. Para politikasıyla ilgili kararların karardan hemen sonra yayımlaması da hem şeffaflık hem de iletişim açısından önemlidir. Ayrıca bazı ülkelerde, toplantıdan belli bir süre sonra toplantı tutanakları ve üyelerin kullandıkları oylar da açıklanmaktadır. Merkez bankası üst yöneticilerinin farklı ortamlardaki yazılı ve sözlü açıklamaları da önemli iletişim kanallarındandır.

Nihayet internet sayfaları, para politikası dahil, merkez bankalarının her türlü karar ve faaliyetlerinin şeffaf bir şekilde günün her saatinde kamuoyunun bilgisine sunulduğu en önemli iletişim mecralarındandır.

2.3.3.4. Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi

2001 yılı başında tarihinin en ağır ve derin ekonomik krizlerinden birisini yaşayan Türkiye, krizin etkilerini ortadan kaldırabilmek ve kalıcı bir fiyat istikrarına ulaşabilmek amacıyla Enflasyon Hedeflemesi rejimine geçilmesine karar vermiştir.

Bu kararın hukuki alt yapısını oluşturmak amacıyla, 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nda 5 Nisan 2001 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan 4651 sayılı Kanun ile önemli değişiklikler yapılmıştır. 1211 sayılı Kanun'un "Temel görev ve yetkiler" başlıklı 4' üncü maddesi yeniden yazılarak maddenin ilk fıkrasında, bankanın temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu belirtilmiş ve maddenin II/b bendi;

"Banka, Hükümetle birlikte enflasyon hedefini tespit eder, buna uyumlu olarak para politikasını belirler. Banka, para politikasının uygulanmasında tek yetkili ve sorumludur."

şekline getirilmiş ve böylelikle bankaya araç bağımsızlığı sağlanmıştır.

Aynı kanun ile 1211 sayılı Kanuna 22/A maddesi eklenerek banka teşkilatında daha önce mevcut olmayan ***"Para Politikası Kurulu"*** oluşturulmuş ve

"Para politikası stratejisi çerçevesinde Hükümetle birlikte enflasyon hedefinin belirlenmesi,"

Para Politikası Kurulu'nun görev ve yetkileri arasında sayılmıştır.

TCMB'nin enflasyon hedeflemesi uygulamasını üç bölümde incelemek mümkündür.

(i). Örtük Enflasyon Hedeflemesi: Merkez bankasınca, 2002 yılı başında yapılan basın duyurusunda, 2002 yılına parasal hedefleme ile başlanılacağı ve aynı

zamanda gelecek dönem enflasyonuna odaklanılacağı, bunun ise bir "örtük enflasyon hedeflemesi" olarak algılanması gerektiği ifade edilmektedir (TCMB, 2002, s.7). Örtük enflasyon hedeflemesi genel olarak, bölüm 2.3.3.2'de anlatılan enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanabilmesi için gerekli ön şartların tam olarak sağlanamadığı durumlarda bir geçiş ve hazırlık dönemi olarak kabul edilmektedir.

Bu dönemde (2002-2005), hükümet ile birlikte bir enflasyon hedefi belirlenmesinin yanı sıra ek bir çıpa olarak "parasal taban" da temel parasal büyüklük olarak hedeflenmiştir.

Bu dönemdeki önemli hazırlıklardan birisi de, parasal reform olarak adlandırılan, 1 Ocak 2005 tarihinden itibaren paradan altı sıfır atılması operasyonudur.

(ii). Geleneksel Enflasyon Hedeflemesi: Merkez bankası, örtük enflasyon hedeflemesi döneminde ön şartların yeterince sağlanmış olduğu düşüncesiyle, 05 Aralık 2005 tarih ve 2005/56 sayılı *"Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası"* başlıklı dökümanda, 2006 yılında para politikasının kurumsallaşma süreci çerçevesinde enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmaya başlanacağını açıklamıştır (TCMB, 2005, s.2).

Bu dönemde de enflasyon hedefi hükümet ile birlikte belirlenerek üç yıllık hedef ufkuyla ilan edilmektedir. Hedeflenen değişken, Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE)'nin yüzde değişimi ile hesaplanan yıl sonu enflasyon oranıdır. Hedef, "nokta hedef" olarak belirlenmiş olup her iki yönde 2 puanlık belirsizlik aralığı oluşturulmuştur.

Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde tavsiye verici konumda olan PPK, bu dönemde karar organı haline gelmiştir. Olağanüstü toplantılar hariç, bir önceki yılın Aralık ayında ilan edilen günlerde gerçekleştirilen PPK toplantılarında kararlar oylanarak alınmaktadır. PPK, başkan ile birlikte 4 başkan yardımcısı, banka meclisi üyeleri arasından seçilen bir kişi ve banka dışından atanan bir akademisyenden oluşmaktadır.

1211 sayılı kanunun 42'nci maddesinde merkez bankasının hesap verme mekanizması düzenlenmiştir. Buna göre; banka yılda iki defa hükümete, iki defa da

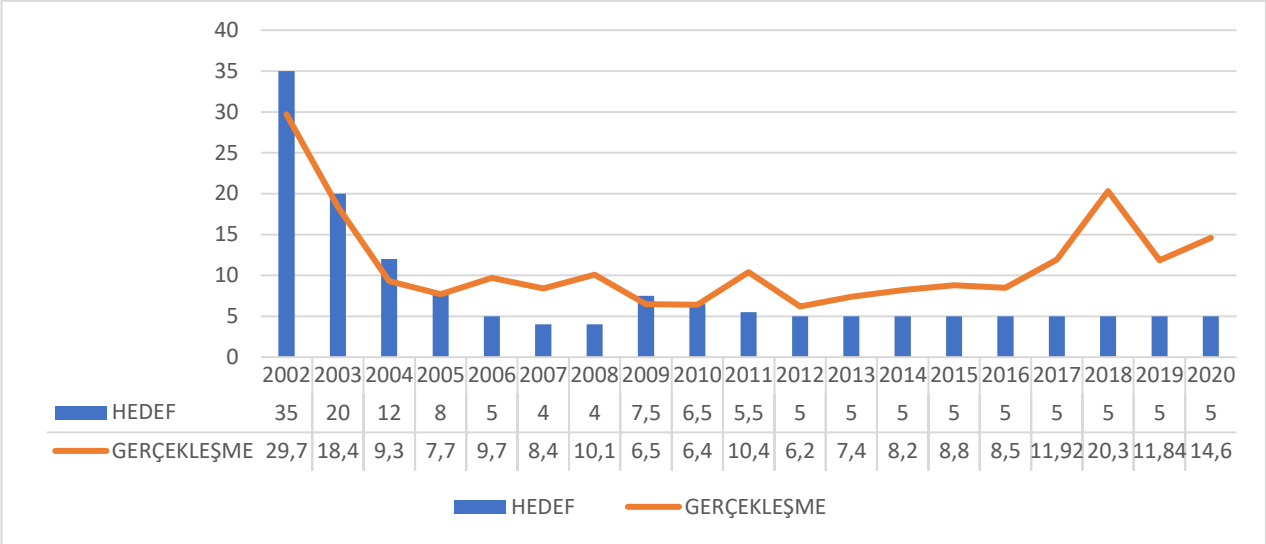
Türkiye Büyük Millet Meclisi Plan ve Bütçe Komisyonuna genel olarak faaliyetleri ile uygulanmakta olan ve uygulanacak para politikaları hakkında bilgi vermek zorundadır. Ayrıca, belirlenen enflasyon hedefinden sapma olması ya da sapma ihtimalinin ortaya çıkması durumlarında, sapmanın nedenlerini ve alınacak tedbirleri hükümete bildirmek ve kamuoyuna açıklamakla yükümlüdür.

Uygulanan para politikasının temel iletişim araçları, yılda 4 kez yayımlanan Enflasyon Raporu ile PPK duyurularıdır. PPK kararı ile kararın kısa gerekçesi toplantıdan hemen sonra, toplantı özeti ise beş iş günü (1 Ocak 2011'den önce sekiz iş günü) içinde merkez bankası genel ağ sayfasında yayımlanmaktadır. Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından aylık enflasyon verilerinin açıklanmasının ardından yayımlanan Aylık Fiyat Gelişmeleri Raporu ile finansal sisteme ilişkin ayrıntılı bilgi ve analizlerin yer aldığı, yılda 2 kez yayımlanan Finansal İstikrar Raporu da merkez bankasının enflasyon hedeflemesi kapsamındaki önemli iletişim araçlarındandır.

(iii). Küresel Finansal Kriz Sonrası Enflasyon Hedeflemesi: 2008 küresel finansal krizinin etkilerinin hissedilmeye başlaması üzerine, diğer bir çok ülkedeki merkez bankaları gibi TCMB da; tek amaç, tek araç olarak özetlenebilecek geleneksel enflasyon hedeflemesi uygulaması dışında şoklara karşı tepki verebilen, fiyat istikrarı kadar finansal istikrarı da dikkate alan yeni bir para politikası geliştirmiştir. 2011 yılında yapılan değişikliklerle, birden fazla faizin araç olarak kullanıldığı asimetrik ve geniş bir koridor sistemi uygulanmasına ve aktif likidite politikasına dayalı esnek bir çerçeve getirilmiştir. Bu kapsamda zorunlu karşılıklar da daha aktif olarak kullanılmış, rezerv opsiyon mekanizması gibi araçlar devreye sokulmuştur.

TCMB'nin enflasyon hedeflemesi uygulamaya başladığı tarihten 2020 yılı sonuna kadar hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon oranlarını gösteren şekil aşağıda sunulmuştur.

Şekil 3. Türkiye'de Enflasyon: Hedef ve Gerçekleşme (2002-2020)



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) PARA POLİTİKASI KURULU (PPK) KARARLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Bu tezin amacı, *"TCMB PPK'nın, başta faiz kararları olmak üzere, para politikası yönetimiyle ilgili kararlarını vermeden önce hangi ekonomik göstergeleri ve/veya gelişmeleri, ne ölçüde dikkate aldığı"* sorusuna, hem ekonometrik bir model aracılığıyla hem de tecrübeye dayanan gözlemlerle cevap bulmaya çalışmaktır.

Özellikle 2008 küresel finansal krizinden sonra başta finansal istikrara katkıda bulunmak gibi başka görevler ve fonksiyonlar üstlenmek zorunda kalsalar da, halen dünyanın bir çok ülkesinde merkez bankalarının öncelikli amaçları fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir. Bu amaca ulaşmak için kullandıkları en önemli araç ise kısa vadeli politika faizleridir. Merkez bankalarının belirlemiş olduğu kısa vadeli politika faizleri, parasal aktarım mekanizması ile birçok ekonomik değişken üzerinde etkili olmaktadır.

Nitekim, bu çalışmaya başlamadan önce yapılan literatür araştırmalarında; para politikasıyla ilgili kararların değişik sektörler üzerindeki etkileri hakkında akademisyenler ve araştırmacılar tarafından tez, makale ve araştırma şeklinde çok sayıda eser üretildiği görülmüştür.

Konuyla ilgili birkaç örnek verecek olursak;

Soylu (2013), 2005 – Nisan 2013 döneminde işlem gören BİST 30 endeksi, TL/Euro ve TL/Dolar değişkenlerinin günlük spot ve vadeli getirilerini kullanarak, GARCH metodu ile, TCMB faiz duyurularının ortalama getiri ve oynaklık üzerindeki

etkilerini araştırmıştır. Sonuçlar, faiz kararlarının, artış ya da azalış olmasına göre, analiz edilen değişkenler üzerindeki etkilerinin farklı olduğunu göstermiştir.

Demirhan (2014), Türkiye'de para politikasının finansal istikrar üzerindeki uzun dönem etkisini, Johansen çok değişkenli koentegrasyon metodu ile analiz etmiştir. Ampirik bulgular, uzun dönemde genişletici para politikalarının finansal istikrara katkıda bulunduğunu, döviz kuru ve reel kur değişkenleri ile birlikte banka bazlı değişkenlerin finansal istikrarın sağlanmasında dikkate alınmasının gerektiğini göstermektedir.

Şerefoğlu (2014), Türkiye'de 2005-2012 yılları arasında uygulanan para politikalarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini "etkin piyasa hipotezi" etrafında içsellik sorununu dikkate alan vaka çalışması ve Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi ile incelemiştir.

Yurtçu (2016), Ocak 2005-Aralık 2014 döneminde TCMB politika faiz oranı kararlarının gösterge faiz oranına, BİST bankacılık endeksi (XBANK) ile diğer BİST endekslerine ve Türk bankacılık sektörünün bazı performans rasyolarına etkilerini Vektör Otoregresif (VAR) metodu ile araştırmış; TCMB politika faizi oranları (PFO) ile ilgili kararların gösterge bono faiz oranına güçlü bir şekilde pozitif yönde, BİST XBANK ile diğer BİST endekslerine ise negatif yönde etkisi olduğu sonucuna varmıştır. Ayrıca, bu çalışmada Türk bankacılık sektörünün performans kriterleri arasından seçilen aktif karlılığı, özkaynak karlılığı, net faiz marjı ve personel başına vergi öncesi kar rasyolarının ise PFO duyurularına TCMB PPK toplantılarını izleyen iki ay içinde tepki verdiği anlaşılmıştır.

Bayraktar (2017), 2002:Q1-2016:Q4 dönemi için TCMB'nin uyguladığı faiz politikalarının finans piyasaları üzerindeki etkilerini Faktör Artırımlı Vektör Otoregresyon (FAVAR) metodu ile incelemiştir. Bu çalışmada, TCMB'nin uyguladığı likidite politikası ile politika faizinde bir değişiklik yapmadan da ağırlıklı ortalama fonlama faizini (AOFF) değiştirebildiği ve AOFF'de meydana gelen değişikliklerin kısa dönemde kredi faiz oranları, mevduat faizleri, gösterge tahvil getirileri, BİST repo oranı, döviz kurları ve dış ticaret üzerinde etkili olduğu ölçümlenmiştir.

Sağır (2011), 2004 yılı başından 2011 yılı ortalarına kadar olan dönemde, TCMB para politikası kararlarının bankaların konut, taşıt, ihtiyaç ve ticari kredi faizleri üzerindeki etkilerini, Sınırlandırılmış Hata Düzeltme ve Otoregresif Dağıtılmış Gecikmeler metodları ile analiz etmiş ve para politikası kararlarının bankaların faiz oranları üzerinde 13 haftalık bir gecikme ile ortalama % 77 düzeyinde etkili olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Aktaş (2014), 2003-2013 dönemine ait verileri kullanarak En Küçük Kareler (EKK) metodu ile *"para politikası işsizlik üzerinde etkilidir"* hipotezini ispatlamaya çalışmış; sayısal analizlerde söz konusu dönem için para politikası uygulamaları ile genel işsizlik oranları arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Gürsoy (2015), 2006-2015 yılları arasında TCMB PPK kararlarının BİST 100 endeksi üzerindeki etkilerini incelemiş; sonuç olarak, endeksin yönünü belirleyen ana unsurun uluslararası sermaye hareketleri olduğu, PPK kararlarının sadece anlık tepkiler yaratabildiği, sermaye hareketlerinin değişkenlik göstermediği dönemlerde ise PPK kararlarının BİST 100 endeksini daha kalıcı olarak etkilediği gözleminde bulunmuştur.

Yücememiş, Alkan ve Dağıdır (2015), Ocak 2003–Aralık 2014 dönemi aylık verilerini kullanarak, Carrion-i Silvestre (2009) çoklu yapısal kırılmalı birim kök testi ve Makki (2012) çoklu yapısal kırılmalı eşbütünleme analizi ile yaptıkları incelemede, PPK'nın, TCMB ödünç alma ve verme faiz oranlarına ilişkin kararlarının enflasyonu düşürmede oldukça duyarlı bir para politikası aracı olduğu sonucuna ulaşmışlardır (Yücememiş vd. 2015, s.474).

Baziki ve Çapacıoğlu (2020), para politikası kararlarının, bankaların kredi arzındaki miktar ve vade tercihleri üzerindeki etkilerini, firma-banka-kredi bazlı veriler kullanarak incelemişler; politika faizlerindeki değişikliklerin kredi miktarları ve vadeleri üzerinde anlamlı bir etkiyi ima etmekte olduğunu, sıkılaşma dönemlerinde daha belirgin olmakla birlikte politika faizindeki 100 baz puanlık bir artışın kredi miktarını yüzde 1,6 düşürürken vadeyi de yüzde 1,2 oranında kısalttığını tespit etmişlerdir.

Fakat genel olarak, tek taraflı etkileme veya etkilenmeden çok karşılıklı etkileşimden bahsetmek daha doğru bir yaklaşımdır. Doğal olarak PPK tarafından verilen kararlar birçok değişkeni etkilediği gibi bu kararlar da başta ekonomik niteliktekiler olmak üzere; sosyal, siyasal, toplumsal birçok değişkenden etkilenmektedir. Kurul toplantılarının yapıldığı gün yayımlanan bir sayfalık kısa metinde kurulun karar verirken hangi hususlara dikkat ettiğinden özet olarak bahsedilmektedir. Örneğin; enflasyon görünümü, enflasyon beklentileri, gıda ve enerji enflasyonu, dış ticaret hadlerindeki değişmeler, kredi büyüme hızları, tüketici kredilerinin seyri, başta petrol olmak üzere emtia fiyatları, altın fiyatları, ihracat, ithalat, cari denge, döviz kuru hareketleri, kuraklık ve jeopolitik riskler vb. gibi.

Para politikası kurulu kararlarını etkileyen faktörlerle ilgili yapılmış çalışma bulma konusunda çok zorlandık. Türkiye'de, sadece Alp, Kara, Keleş, Gürkaynak ve Orak (2010)'ın, PPK toplantılarından önce, alınacak kararı hangi piyasa aracının hangi yöntemle daha sağlıklı olarak tahmin edebileceği sorusuna cevap bulabilmek amacıyla yapmış oldukları çalışmalarının, bir anlamda PPK üyelerinin karar verirken nelere dikkat ettiklerini ya da nelerden etkilendiklerini anlama niyeti de barındırdığını söyleyebiliriz.

ABD merkez bankası FED'in para politikası konusundaki karar organı Federal Open Market Committee (FOMC) üyelerinin karar verirken nelerden etkilendikleri konusunda iki çalışma dikkat çekmektedir.

Meade ve Sheets (2005), ABD merkez bankası FOMC'nin para politikası kararlarıyla ilgili oylamalarında tamamen ulusal (federal) çıkarların mı ön planda olduğu, yoksa bölgesel faktörlerin de FOMC üyelerinin verdikleri oyu etkileyebildiği sorusunun cevabını aradıkları makalelerinde; para politikası konusunda karar alıcı konumda olan üyelerin, oy kullanırken, kendi bölgelerindeki işsizlik verilerini de dikkate aldıkları sonucuna ulaştıklarını ifade etmektedirler. Yazarlar yaptıkları araştırmanın FED ile sınırlı olduğunu, ancak, Euro bölgesindeki ulusal farklılıklar nedeniyle aynı durumun Avrupa Merkez Bankası (ECB) kararları için de söz konusu olabileceği ihtimalini dile getirmektedirler (Meade ve Sheets, 2005).

Bennani, Farvaque ve Stanek (2015), FOMC üyelerinin politika faizi oranı konusunda verilen kararlara muhalefet gerekçelerini inceledikleri çalışmalarının; başta

işsizlik olmak üzere, bölgesel değişkenlerin para politikası yapıcılarının tercihleri üzerinde çok büyük etkiye sahip olduğu yolunda literatürde mevcut varsayımı büyük ölçüde desteklediği sonucuna ulaşmışlardır.

Ayrıca araştırma sonuçları, üyelerin eğitim ve meslek geçmişlerinin de politika tercihleri ve muhalefet eğilimi konusunda etkili olduğunu göstermektedir. Eski merkez bankası mensupları da dahil olmak üzere, daha önce özel sektörde ya da kamu sektöründe çalışmış olan üyeler, finans sektöründe çalışmış olanlara göre, güvercin tavırlı kararlara daha çok muhalefet etmektedirler.

İlginç bir şekilde, Cumhuriyetçi bir başkan tarafından aday gösterilen guvernör (başkan) daha şahin tarafta iken, Demokrat bir başkan tarafından aday gösterilen guvernör (başkan) şahin kararlara muhalefet etmektedir. Diğer taraftan kadın üyeler şahin tavırlara ve kararlara muhalefet konusunda çok yüksek bir eğilim göstermektedir (Bennani vd., 2015).

Türkiye'de PPK toplantı tutanakları henüz kamuoyu ile paylaşılmadığından her bir üyenin görüşünü tespit edebilmek mümkün değilse de, en azından kurul olarak PPK'nın karar vermeden önce nelerden etkilenmiş olduğunu anlama yolunda bir ilk adım olarak gördüğümüz çalışmamızın, bu konuda yapılacak yeni çalışmalar için bir başlangıç noktası oluşturacağını düşünüyoruz.

3.1. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Para Politikası Kurulu (PPK) Karar Alma Süreci

PPK kararlarının hangi bilgi, veri ve çalışmalar ışığında ve hangi aşamalardan sonra alındığının daha iyi anlaşılabilmesi ve anlatılabilmesi için, ekonometrik modelle ulaşılan sonuçların açıklanmasından önce, karar verme sürecinden kısaca bahsedilmesinin uygun ve yararlı olacağı düşünülmüştür.

Türkiye'de enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasına bölüm 2.3.3.4'te anlatılan hukuki düzenlemelerin yapılmasıyla 2002 yılında başlanmıştır.

Nitekim, TCMB'nin 08 Ağustos 2001 tarih ve 2001/39 sayılı Basın Duyurusu ile, hukuki ve teknik alt yapının tamamlanmasından sonra 2002 yılında enflasyon hedeflemesi sistemine geçileceği kamuoyuna açıklanmıştır.

2 Ocak 2002 tarih ve 2002/1 sayılı "2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler" başlıklı Basın Duyurusunun "IV. Para Politikası" başlıklı bölümünde;

"2002 yılına parasal hedefleme ile başlanılacak ve aynı zamanda ayrıntıları aşağıda belirtilen biçimde "gelecek dönem enflasyonu"na odaklanan bir para politikası uygulanacaktır. Dikkat edilirse, "gelecek dönem enflasyonu"na odaklanan bir para politikası, aynı zamanda "örtük bir enflasyon hedeflemesi" anlamına gelmektedir. Koşullar oluştuğunda ise açık biçimde enflasyon hedeflemesi programına geçilecektir." (TCMB 2002, s.7)

ifadeleriyle 2002 yılı başından itibaren "örtük enflasyon" rejimine geçildiği ilan edilmiştir.

TCMB'nin 05 Aralık 2005 tarih ve 2005/56 sayılı *"Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası"* dökümanında ise; enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi için gerekli ön şartların büyük ölçüde sağlanmış olduğundan ve doğru zamanın geldiğinden bahisle, 2006 yılında para politikası kurumsallaşma süreci çerçevesinde enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamasına başlanacağı açıklandıktan sonra (TCMB, 2005b, s.2-3), karar alma süreci anlatılmıştır Bu dökümanda;

- Uygulama ile birlikte PPK'nın tavsiye veren konumundan karar alıcı konuma geçeceği,
- Toplantı tarihlerinin yıllık olarak önceden kamuoyuna duyurulacağı,
- Toplantıların saat 14:00-17:00 arasında iki oturum halinde gerçekleştirileceği,
- İlk oturuma TCMB yetkilileri ve uzmanları ile Hazine Müsteşarlığı yetkililerinin katılarak ekonomik gelişmelerle ilgili değerlendirmelerini kurula sunacakları ve tartışmaya açacakları,

- İkinci oturuma ise sadece PPK üyelerinin katılacağı ve görünüme ilişkin son değerlendirmeler yapıldıktan sonra oylamaya geçileceği,
- Oylamadan sonra, kurul üyelerince kısa bir karar metni oluşturulacağı ve aynı gün saat 17:00-19:00 arasında TCMB internet sitesinden kamuoyuna duyurulacağı

belirtilmiştir (TCMB, 2005, s.16).

2011 yılında uygulanacak para ve kur politikalarının anlatıldığı 21 Aralık 2010 tarihli doküman da ise, 2011 yılından itibaren PPK kararlarının karar günü saat 14:00' te kamuoyuna duyurulacağı bildirilmiştir (TCMB, 2010, s.10).

Kamuoyuna açıklanan toplantı günlerinden genellikle bir gün önce yapılan ön PPK toplantılarında, merkez bankası ekonomistleri ve uzmanları tarafından; uluslararası ekonomik gelişmeler, fiyat gelişmeleri ve yakın dönem enflasyon tahminleri, iktisadi faaliyete dair son dönem gelişmeleri ve tahminleri, dış ticaret ve cari işlemler görünümü, finansal piyasalardaki gelişmeler, işgücü piyasasındaki gelişmeler ve kamu mali duruşu başta olmak üzere güncel ekonomik konularda sunumlar yapılmaktadır. Ayrıca, reel ekonominin bölgesel ve sektörel bazda TCMB uzmanları tarafından yerinde izlenmesi amacıyla yapılan firma ziyaretleri sonucu derlenen bilgi ve düşüncelerden oluşan bir rapor sunulmaktadır.

Daha sonra Hazine yetkililerinin de katıldığı ikinci oturumda;

Uygulanacak para ve kur politikalarının belirlenmesi hususunda PPK'ya katkıda bulunacak nitelikte ekonomik analiz ve araştırmalar yaparak bunların raporlanmasını ve sunumunu sağlamak,

Yapılan araştırmalar ve analizler sonucunda ulaşılan enflasyon tahminleri göz önünde bulundurularak alınacak faiz kararına ilişkin görüş ve düşüncelerini PPK' ye iletmek,

Enflasyon Raporu, yıllık Para ve Kur Politikası metinleri, PPK kararları ve özet metinleri gibi dokümanların taslaklarını hazırlamak ve PPK'nın onayından sonra kamuoyuyla paylaşılmasını sağlamak gibi para politikasının oluşmasında en önemli görev ve sorumluluklara sahip Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü ile birlikte Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Piyasalar Genel

Müdürlüğü, İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü gibi birimlerin sunumları ve önerileri ile Hazine yetkililerinin değerlendirmeleri PPK üyelerince dinlenmekte ve tartışılmaktadır.

Karar günü saat 10:00'da yapılan karar toplantısında; Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürü'nün son değerlendirmesinin alınmasından sonra PPK üyeleri kendi görüşlerini de dile getirmekte ve müzakereler sonucu yapılan oylamada alınan karar ile kararın gerekçesini oluşturan kısa bir metin saat 14:00'te bankanın internet sitesi üzerinden bir basın duyurusu ile kamuoyuna açıklanmaktadır.

3.2. Bazı İktisadi Göstergelerin Para Politikasının Oluşmasındaki Rollerinin Model Kurularak İncelenmesi

Para politikası oluşturulurken göz önünde bulundurulan birçok iktisadi değişkenden daha fazla ilgili olduğu düşünülen bazılarının politika faiz oranının belirlenmesindeki etkilerinin matematiksel bir modelle test edilmesi amacıyla 2006 Ocak-2016 Aralık dönemindeki 132 ayda yapılan Para Politikası Kurulu toplantılarında belirlenen politika faiz oranlarındaki değişmelerin bağımlı değişken olduğu *sıralı probit (ordered probit) modeli* kullanılmıştır. Model ile iktisadi göstergelerin hangi düzeylerdeki değişimlerinin politika faizinde farklılaşmaya sebep olduğu incelenmiştir.

3.2.1. Model

Bu çalışmada; Gerlach (2004)'ın, 1999-2004 yılları arasında Avrupa merkez bankasındaki faiz oranlarının enflasyon ve parasal büyümeden çok iktisadi faaliyete duyarlı olduğu sonucuna ulaştığı araştırması,

He ve Pauwels (2008)'in Çin Halk Cumhuriyeti Merkez Bankası (PBoC)'nın politika duruşunu tahmin etmek amacıyla yaptıkları ve politika araçlarındaki değişimleri gözlemek suretiyle PBoC'nin politika duruşunu gösteren örtülü bir endeks oluşturmanın mümkün olduğu ve buradan hareketle de Çin'in para politikası çerçevesinin "örtük enflasyon hedeflemesi" niteliklerini taşıdığı sonucuna ulaştıkları araştırmaları ve

Xiong (2012)'un PBoC'in 2001-2010 yılları arasında üç ayda bir yayımlanan para politikası raporundaki açıklamalardan hareketle enflasyonun Çin Merkez Bankası'nın para politikası duruşunun belirlenmesinde önemli bir rol oynadığını, herhangi bir hedef ilan edilmemiş olsa dahi PBoC'nin gayrı resmi olarak enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamakta olduğu sonuca ulaştığı araştırması

örnek alınarak, sıralı probit (ordered probit) modeli kullanılmıştır.

Bağımlı değişkenin kesikli ve bir yönden diğerine doğru sıralanabildiği bir regresyon modeli olan sıralı probit modelinde kullanılan bağımlı değişken (*PFdeg*), aylık olarak, politika faizi düştü ise "-1", aynı kaldıysa "0" ve arttı ise "1" şeklinde tanımlanmıştır. Bunlar sırasıyla para politikasındaki *gevşeme, değişmeme* ve *sıkılaşma*yı ifade ederler.

PFtahmin = Kat1 x Degişken1 + Kat2 x Degişken2 + Kat3 x Degişken3 + ... (1)

Formül (1) ile gösterilen sıralı probit modelinde değişkenler için tahmin edilen katsayıların değişkenler ile çarpımlarının toplamı şeklinde ifade edilen tahminin (*PFtahmin*), modelde bulunan eşik düzeylerine göre büyüklüğü politika faizindeki değişim tahminini belirler:

PFtahmin Eşik(-1,0)'dan küçükse, politika faizinde azalma (*PFdeg* = -1),

PFtahmin Eşik(-1,0)'dan büyük, *Eşik(0,1)*'den küçükse, politika faizinde değişmeme (*PFdeg* = 0),

PFtahmin Eşik(0,1)'den büyükse, politika faizinde artış (*PFdeg* = 1) beklenir.

3.2.2. Değişkenler

Politika faizi, söz konusu dönemin başlarında Merkez Bankası *borç verme faizi* iken, daha sonra *haftalık repo faizi*, son olarak da *ağırlıklı ortalama fonlama faizi*[1] olmuştur (Tablo 7). İncelenen dönemim 3 ayında (Haziran 2006, Ağustos 2011, Ocak

[1] Bu çalışmada PPK karar tarihinden 1 hafta sonraki 10 işgününün ağırlıklı fonlama faizi esas alınmıştır.

2014) PPK birden çok toplandığından, bu aylarda, son toplantı esas alınmış ve analizde bu toplantıda belirlenen faiz oranının bir önceki aya göre değişimi kullanılmıştır.

Tablo 7. TCMB Politika Faizi Olarak Kullanılan Faiz Araçları (Ocak 2006 – Aralık 2016)

Dönem	**Politika Faizi Aracı**
Ocak 2006-Nisan 2010	Borç Verme Faizi
Mayıs 2010–Ekim 2011	Haftalık Repo Faizi
Kasım 2011–Aralık 2016	Ağırlıklı Ortalama Fonlama Faizi

Bağımlı değişken oluşturulurken (*PFdeg*), Ocak 2006 – Ekim 2011 dönemindeki faiz değişiklikleri doğrudan düşme, değişmeme veya yükselme şeklinde değerlendirilmiştir. Bununla birlikte, Kasım 2011 - Aralık 2016 döneminde, fonlamada *faiz koridoru*nun kullanıma bağlı olarak, dinamik bir fonlama faizi oluşmuştur. Söz konusu koridorun kullanılmasından kaynaklı her farklılaşma politikayı etkileyebilirse de tüm arızi değişmelerin politika değişikliği sayılamayacağı ve bunun oluşturacağı oynaklıkların politika farklılaşması gibi değerlendirilemeyeceği öngörülmüş, bu sebeple, bağımlı değişken (*PFdeg*) oluşturulurken, bu dönemde, bir aydaki ağırlıklı fonlama faiz oranı önceki aya göre 50 baz puandan az değiştiğinde politika faizi değişmemiş kabul edilmiştir. Son değişikliğin olduğu aya göre 50 baz puan ve daha fazla değişimin olduğu sonraki ilk ayda politika faizinin değiştiği varsayılmıştır.

Modelde incelenen iktisadi göstergelere ilişkin değişkenler, tanımları ve birimleri Tablo 8'de gösterilmiştir. Bu göstergelere ilişkin veri seti Ek 2'dedir.

Tablo 8. Sıralı Probit Modeli ile İncelenen Değişkenler

Değişken	**Tanım**	**Birim**
Bağımlı Değişken		
PFdeg	*Politika faizi* değişimi (-1 düşme, 0 değişmeme, 1 artış)	-
Bağımsız Değişkenler		
TUFE_yd	*Tüketici Fiyatları Endeksinin* bir önceki yılın aynı ayına göre değişim oranı	%
SU_yd	*Sanayi Üretim Endeksinin* bir önceki yılın aynı ayına göre değişim oranı	%
Kur_yd	Aylık ortalama *döviz kurunun* [(ABD Doları alış kuru+Euro alış kuru)/2] bir önceki yılın aynı ayına göre değişim oranı	%
TUFE_bek	12 ay sonrası için *Tüketici Fiyatları Endeksinin yıllık artış oranı beklentisi*	%
TuKr_yd	*Tüketici kredileri* toplam hacminin bir önceki yılın aynı ayına göre değişim oranı	%
CaHe_yf	12 aylık kümülatif *cari işlemler hesabının* bir önceki 12 aya göre farkı	Milyon ABD Doları
Issiz	*İşsizlik oranı*	%

3.2.3. İnceleme

Tablo 8'de yer alan yedi bağımsız değişkenin tamamı kullanılarak, eksik tüketici kredileri verisi sebebiyle 120 gözlemle kurulan modelde (Tablo 9-13) ilk eşik (-1, 0) ve birkaç değişkene ait tahmin istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Tablo 9. Gözlem Özeti

		Gözlem Sayısı	Oran
PFdeg	-1	36	30.0%
	0	73	60.8%
	1	11	9.2%
Geçerli		120	100.0%
Eksik		12	
Toplam		132	

Tablo 10. Model Uyum Verisi

Model	-2 Log Olabilirlik	Ki-kare	Serbestlik Derecesi	Sig.
Sabit	211.824			
Nihai	169.509	42.315	7	0.000

Tablo 11. Uyum Testi

	Ki-kare	Serbestlik Derecesi	Sig.
Pearson	193.153	231	0.967
Deviance	169.509	231	0.999

Tablo 12. Sözde (Pseudo) R-kare

Cox and Snell	0.297
Nagelkerke	0.359
McFadden	0.200

Tablo 13. Parametre Tahminleri

		Tahmin	Std. hata	Wald	Serbestlik derecesi	Sig.
Eşik	(-1, 0)	2.192	1.858	1.392	1	0.238
	(0, 1)	4.474	1.891	5.596	1	0.018**
Değişken	TUFE_yd	0.088	0.089	0.968	1	0.325
	SU_yd	0.081	0.019	18.647	1	0.000***
	Kur_yd	0.022	0.012	3.221	1	0.073*
	TUFE_bek	0.544	0.260	4.387	1	0.036**
	TuKr_yd	0.007	0.019	0.122	1	0.727
	CaHe_yf	0.000013	0.000011	1.379	1	0.240
	Issiz	-0.246	0.097	6.394	1	0.011**

*** , ** ve * sırasıyla %99 , %95 ve %90 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı ifade eder.

Bağımsız değişkenlerin farklı kombinasyonları ile kurulan sıralı probit modellerinden gerek eşik değer ve gerekse değişken parametre tahminlerinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu bir modele ait analiz değerleri Tablo 14-18'de yer almaktadır.

Buna göre, politika faiz değişimi (*PFdeg*) eşik değer tahminlerinin her ikisi (1.710 ve 3.971) ve modelde yer alan üç bağımsız değişkenden ikisine ait katsayı tahminleri (TUFE_yd için 0.218 ve SU_yd içi 0.073) %99 düzeyinde, üçüncü değişkenin katsayı tahmini (Kur_yd için 0.026) ise %95 düzeyinde anlamlı bulunmuştur (Tablo 18).

Tablo 14. Gözlem Özeti

		Gözlem Sayısı	Oran
PFdeg	-1	37	28.0%
	0	82	61.1%
	1	13	9.8%
Geçerli		132	100.0%
Eksik		0	
Toplam		132	

Tablo 15. Model Uyum Verisi

Model	-2 Log olabilirlik	Ki-kare	Serbestlik Derecesi	Sig.
Sabit	232.461			
Nihai	193.817	38.645	3	0.000

Tablo 16. Uyum Testi

	Ki-kare	Serbestlik Derecesi	Sig.
Pearson	229.282	259	0.908
Deviance	193.817	259	0.999

Tablo 17. Sözde (Pseudo) R-kare

Cox and Snell	0.254
Nagelkerke	0.306
McFadden	0.166

Tablo 18. Parametre Tahminleri

		Tahmin	Std. hata	Wald	Serbestlik Derecesi	Sig.
Eşik	(-1, 0)	1.710	0.574	8.866	1	0.003***
	(0, 1)	3.971	0.648	37.566	1	0.000***
Değişken	TUFE_yd	0.218	0.066	10.923	1	0.001***
	SU_yd	0.073	0.014	26.496	1	0.000***
	Kur_yd	0.026	0.010	6.453	1	0.011**

*** ve ** sırasıyla %99 ve %95 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı ifade eder.

Bu model ile elde edilen sonuçlar, örnek olarak aldığımız, benzer çalışmaların (He ve Pauwels, 2008; Xiong, 2012) sonuçları ile uyumludur. Politika faizine ilişkin 132 kararın 94'ünü doğru, 38'ini yanlış tahmin eden modelin genel anlamda etkin bir model olduğu görülmektedir (Tablo 19).

Tablo 19. Politika Faizi Kararları ve Model Tahminlerinin Tutarlılığı

	Düşüş Kararı	Değişmeme Kararı	Artış Kararı	Toplam
Düşüş tahmini	17	5	0	22
Değişmeme tahmini	20	77	13	110
Artış tahmini	0	0	0	0
Toplam	37	82	13	132

Bununla birlikte, doğru tahmin eden kararların çoğunluğunun (94 kararın 77'si) politika faizindeki değişmeme kararları olduğu ve 13 artış kararının hiçbirinin tahmin edilemediği dikkat çekmektedir. Ancak, genel olarak, politika faizinin artış ve düşüş mekanizmalarının farklı çalıştığı düşünüldüğünde daha az sayıda gerçekleşen artış kararlarını modelin tahmin edememesi anlaşılabilir bir durumdur. Politika faizi artışları daha büyük oranlara, düşüşler görece daha küçük oranlara sahiptir. Nitekim bu dönemde politika faizindeki toplam 28.47 puanlık düşüş 37 kararla yapılmışken

(karar başına ortalama 0.77 puan düşüş), 20 puanlık artış 13 kararla gerçekleştirilmiştir (karar başına ortalama 1.54 puan artış). Ayrıca, 13 karardan 5'inde (%38,5) 200 bp üzerinde bir artış gerçekleştirilmiştir. Öte yandan model ile toplam 37 faiz düşmesi kararının yarısından daha azı olan 17 kararın doğru tahmin edildiği görülmektedir.

Çalışılan model her ne kadar benzer çalışmalarla uyumlu sonuçlara sahipse de, tahmin edilen gözlemlerin yukarıda verilen dağılımı incelendiğinde, politika faizindeki değişimlerin, yani para politikasındaki gevşeme ya da sıkılaşma kararlarının, sadece iktisadi göstergelere bağlı matematiksel modellerle güçlü şekilde tahmin edilemeyeceği görülmektedir. Bu sonucun muhtemel sebeplerinden birisi, kararlara esas olan iktisadi göstergelerin çok çeşitli olması ve bunların etki düzeylerinin konjonktürel olarak çok değişkenlik göstermesi olabilir.

3.3. PPK Kararlarını Etkileyen Faktörlere PPK Karar Metinlerinde Kullanılan İfadelerden Hareketle Ulaşılması

Toplantıdan hemen sonra kamuoyu ile paylaşılan kararlarda geçen kelime ya da kelime gruplarının, kurul üyelerinin yaptıkları değerlendirmelerde en çok önem atfettikleri konuları ima etmiş olmaları gerektiğinden hareketle, bu metinlerdeki ifadelerin kurul üyelerinin düşüncelerini anlayabilmek ve değerlendirebilmek için son derecede kıymetli bilgiler barındırdığı kanısındayız. Bu sebeple, öncelikle, Ocak 2006–Aralık 2016 döneminde toplam 135 toplantı (132 olağan, 3 olağanüstü) yapan PPK'nın toplantı günü yayımlanan kararları incelenmiştir.

Yapılan çalışmada, 100'ün üzerinde kelime ve tabir saptanmış, daha sonra bunlardan çok benzer ve/veya biri birine yakın ifadeler bir araya getirilerek 20 başlık altında toplanmıştır (Tablo 20).

Tablo 20. PPK Kararlarında Geçen Konuların Yıllar İtibarıyla Sayıları (2006-2016)

KONULAR/YILLAR	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	TOP
DIŞ TALEP	4	12	11	8	11	12	12	8	9	12	12	**111**
İÇ TALEP	5	8	10	7	11	10	12	12	10	10	6	**101**
KÜRESEL EKONOMİDEKİ GELİŞMELER	11	8	12	12	7	9	12	10	2	10	8	**101**
ENFLASYON BEKLENTİLERİ	9	6	0	0	1	0	11	6	12	12	12	**69**
ENERJİ, PETROL VE HAMMADDE FİYATLARI	8	9	11	5	3	4	6	6	4	10	2	**68**
CARİ İŞLEMLER (DENGE/AÇIK)	0	0	0	0	2	8	12	12	9	12	10	**65**
KREDİLER VE KREDİ BÜYÜMESİ	0	0	0	0	2	4	11	11	12	12	10	**62**
ENFLASYON GÖRÜNÜMÜ VE GÖRÜNÜMÜ ETKİLEYEN UNSURLAR	0	6	10	2	0	0	2	5	12	12	12	**61**
GIDA VE İŞLENMEMİŞ GIDA FİYATLARI	4	8	8	1	5	5	3	1	6	11	8	**60**
FİYATLAMA DAVRANIŞLARI	3	3	4	0	1	0	6	8	11	10	12	**58**
İKTİSADİ FAALİYET	0	1	4	12	11	11	0	2	0	0	9	**50**
İHRACAT	0	0	0	0	0	1	12	11	9	4	12	**49**
MAKRO İHTİYATİ ÖNLEMLER	0	0	0	0	0	0	1	8	12	12	9	**42**
TOPLAM TALEP KOŞULLARI	6	8	8	1	1	2	7	0	5	0	4	**42**
BÜYÜME	1	1	0	0	0	1	2	0	8	12	12	**37**
MALİYE POLİTİKALARI	5	12	9	0	2	1	0	0	2	4	1	**36**
YAPISAL REFORM SÜRECİ	1	6	1	0	0	0	0	0	1	12	12	**33**
İSTİHDAM VE İŞSİZLİK	0	5	0	8	12	7	0	0	0	0	0	**32**
ÇEKİRDEK ENFLASYON GÖSTERGESİ	2	0	0	0	0	0	0	2	4	12	9	**29**
DÖVİZ KURU HAREKETLERİ	4	0	0	0	0	3	0	5	6	8	3	**29**

Kaynak: TCMB PPK Kararları (Ocak 2006- Aralık 2016)

Tablonun incelenmesinden de anlaşılacağı gibi; farklı yıllarda ve dönemlerde farklı konular öne çıkmaktadır. Örneğin; iç ve dış talep, küresel ekonomideki gelişmeler, emtia ve gıda fiyatları gibi bazı konular 2006-2016 döneminin tamamında belli ölçülerde önemini korurken, özellikle finansal istikrar açısından daha önemli olabileceği düşünülen, makro ihtiyati önlemler, cari işlemler açığı, ihracat, kredi büyümesi gibi konular 2011'den itibaren öne çıkmaktadır. Bölüm 2.3.3.4 (iii)'de anlatıldığı gibi, küresel finansal kriz sonrası uygulanan ve büyük ölçüde finansal istikrarı da gözeten yeni para politikasının yansımaları olarak değerlendirebileceğimiz bu durumu biraz daha yakından görebilmek için, 2006-2016 dönemini 2006-2011 ve 2011-2016 olmak üzere iki alt döneme ayırarak inceledik. Yeni uygulamanın başlatıldığı 2011 yılını, hem her iki alt dönemde de etkisi olması ve hem de alt dönemlerdeki yıl sayılarının eşitlenmesi için her iki alt döneme de dahil ettik. Ortaya çıkan sonuçları aşağıdaki üç tabloda özetledik.

Tablo 21. Nisbi Önemi Değişmeyen Konular

NİSBİ ÖNEMİ DEĞİŞMEYEN KONULAR	2006-2011		2011-2016	
	%	SAYI	%	SAYI
İç Talep	46	51	54	60
Dış Talep	47	53	53	65
Gıda ve İşlenmemiş Gıda Fiyatları	48	31	52	34
Küresel Ekonomideki Gelişmeler	54	59	46	51
Enerji, Petrol ve Hammadde Fiyatları	55	40	45	32
Toplam Talep Koşulları	59	26	41	18

Tablo 22. Nisbi Önemi Azalan Konular

NİSBİ ÖNEMİ AZALAN KONULAR	2006-2011		2011-2016	
	%	SAYI	%	SAYI
İktisadi Faaliyet	64	39	36	22
Maliye Politikaları	78	29	22	8
İstihdam ve İşsizlik	82	32	18	7

Tablo 23. Nisbi Önemi Artan Konular

NİSBİ ÖNEMİ ARTAN KONULAR	2006-2011		2011-2016	
	%	SAYI	%	SAYI
Makro İhtiyati Önlemler	0	0	100	42
İhracat	2	1	98	49
Çekirdek Enflasyon Göstergesi	7	2	93	27
Büyüme	8	2	92	35
Krediler ve Kredi Büyümesi	9	6	91	60
Cari İşlemler	14	10	86	63
Fiyatlama Davranışları	19	11	81	47
Döviz Kuru Hareketleri	22	7	78	25
Enflasyon Beklentileri	23	16	77	53
Yapısal Reform Süreci	24	8	76	25
Enflasyon Görünümü	30	18	70	43

Yukarıda yer alan Tablo 21, 22 ve 23'ün incelenmesinde, bazı konuların nisbi önemi 2011'den sonra çok az değişiklik gösterirken, 2011'den sonra nisbi önemleri artan ve azalan konuların da olduğu görülmektedir. Buradan hareketle, PPK kararlarını etkileyen faktörlerin, uygulanan politikaya bağlı olarak, zaman içerisinde değişebildiği sonucunu çıkartabiliriz.

PPK kararlarında müzakere edilen konuların yıllar itibarıyla grafiklerinin yer aldığı Ek 4'ün incelenmesinde, durum görsel olarak daha da iyi anlaşılacaktır.

Bu değerlendirmelerden, PPK üyelerinin, büyük ölçüde ülkenin ve dünyanın içinde bulunduğu şartları ve konjonktürü değerlendirdikten sonra karar verdikleri sonucuna ulaştık. Nitekim, 2020 yılı başından itibaren bütün dünyanın gündemini meşgul eden yeni tip Corona virüsü (Covid 19) vakalarının 2020 yılı Mart ayı başında Türkiye'de de görünmeye başlaması üzerine, daha önce ilan edilen programa göre, 19 Mart'ta yapılması gereken PPK toplantısı iki gün öne alınmıştır. 17 Mart 2020 tarihinde ve bu tarihten sonra yapılan bütün toplantılarda, salgınının etkilerinin ve alınacak tedbirlerin önemli bir gündem maddesi oluşturduğu gözlenmiştir.

Nitekim bu konudaki benzer görüşlerini farklı bir şekilde ifade eden Frederic S. Mishkin (2007, s.20), son otuz yılda para politikası performansında kaydedilen olumlu gelişmelerin, para politikası uygulamalarının büyük ölçüde bilimsel prensiplere dayanmasından kaynaklandığını; ancak, para politikası uygulanmalarının her zaman bir sanat tarafının bulunduğunu ve bundan sonra da bulunmaya devam edeceğini; karar alma sürecinde sağlam bir yargıya her zaman ihtiyaç duyulacağını savunmaktadır.

FED eski başkan yardımcılarından Alan Blinder (1998, s.23), ise merkez bankacılığı uygulamasında, hem bilimin hem de sanatın bulunması gerektiğini ifade etmektedir.

SONUÇ

İlk örnekleri XVII. yüzyılın ikinci yarısında ortaya çıkan merkez bankalarının sayısı XX. yüzyılın başında henüz ancak 20'ye ulaşmıştı. Merkez bankalarının öncüleri kabul edilen bu ilk örnekleri bugünkü anlayıştan farklı bir yapıya sahiptiler. İlk merkez bankalarının neredeyse tamamı kar amacıyla kurulmuş ticari bankalar olup, zaman içerisinde bunlara, başta savaş harcamaları olmak üzere, devlet giderlerini finanse etme görevi verilmiş ve banknot ihracı imtiyazı tanınmıştır.

Büyük ölçüde XX. yüzyılın olgusu olarak kabul edilen merkez bankacılığının temel esasları, I. Dünya Savaşından sonra 1922 yılında Cenova'da yapılan uluslararası konferans sonrasında belirlenmiştir. Savaş sonrası kurulan yeni dünya düzeninde bağımsızlıklarını kazanan ülkelerin katılımıyla merkez bankalarının sayısı artarak II. Dünya Savaşı öncesinde 50'ye yaklaşmıştır. Savaş sonrası dünya düzeni yeniden kurulmuş, 1944 yılında Bretton Woods Sistemi olarak bilinen, ABD dolarının altına, diğer yerel paraların da ABD dolarına bağlandığı, uluslararası yeni bir para sistemi oluşturulmuştur.

30 yıla yakın devam eden bu uluslararası sistem 1971 yılında çökünce, 1973 yılında yaşanan petrol krizinin de etkisiyle dünya enflasyonist bir sürece girmiş, merkez bankaları ve akademisyenler yeni para politikası uygulamaları üzerinde çalışmalar yapmıştır.

Bu dönemde, enflasyonla mücadelede değişik büyüklüklerin ara hedefler olarak kullanıldığı parasal hedeflemeler ile, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, döviz kurunun nominal çıpa olarak kullanıldığı kur hedeflemeleri öne çıkan uygulamalardır. Bazı ülkelerde belirli sürelerle başarılı olan bu denemeler, sermaye hareketlerinin yoğunlaşması ve yeni finansal enstrümanların geliştirilmesi gibi sebeplerin de etkisi sonucu, hedeflenen büyüklüklerin her zaman kontrol edilemez duruma gelmesiyle zaman içinde terkedilmiştir.

Resmi olarak ilk defa 1990 yılında Yeni Zelanda'da uygulanan Enflasyon Hedeflemesi rejimi son otuz yılda diğer ülkelerde de büyük ölçüde kabul görmüştür. ABD ve Çin gibi dünyanın en büyük iki ekonomisi de, her ne kadar bu isimle anmasalar da örtülü bir şekilde enflasyon hedeflemesi uygulamaktadırlar (Bkz. Bölüm 2.3.3.)

1994 yılında ciddi bir finansal kriz yaşayan Türkiye, krizin etkileri henüz silinmeden 1999 yılında Marmara Depremini yaşamış ve ekonomi bir darbe daha yemişti. IMF ile yapılan görüşmeler sonucu, 22 Aralık 1999 tarihinde imzalanan stand-by anlaşması ile IMF destekli döviz kuru hedeflemesine dayanan bir istikrar programı başlatıldı. 2001 yılı başlarında tarihinin en derin ekonomik ve finansal krizlerinden birisini yaşayan Türkiye, bir çıkış arayışına girmiş ve nihayetinde enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanması kararlaştırılmıştır.

Enflasyon hedeflemesinin uygulanmasında en önemli şartlardan birisi de merkez bankasının bağımsızlığıdır. Bu amaçla 2001 Nisan ayında 1211 sayılı TCMB kanununda önemli değişiklikler yapılmış, merkez bankasına araç bağımsızlığı sağlanmış, para politikasıyla ilgili konularda yetkili kılınan Para Politikası Kurulu (PPK) oluşturulmuştur.

Kanunda yapılan bu değişiklik ve düzenlemelerle enflasyon hedeflemesi için gerekli donanıma kavuşan TCMB, enflasyon hedeflemesi için gerekli ön şartların tamamı henüz sağlanamamış olduğundan 2002 yılı başında *"örtük enflasyon hedeflemesi"* uygulamasına başlamıştır. 2005 yılı sonuna kadar devam eden bu uygulamada PPK bir danışma organı gibi görev yapmakta idi. 2006 yılı başında tam enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçilince, PPK, tavsiye veren konumundan karar veren konumuna geçmiştir.

Çalışmamızda, PPK kararları üzerinde nelerin etkili olabileceği sorusuna cevap aradığımızdan, açık enflasyon hedeflemesinin başlatıldığı ve PPK'nın karar verici konuma geçtiği, 2006 yılı Ocak ayını başlangıç noktası olarak aldık.

Bölüm 3.1.'de ayrıntılı olarak anlatıldığı gibi; karar sürecinde, TCMB yöneticileri ve uzmanları tarafından ülkenin, bölgenin ve dünyanın ekonomik gidişatı; kısa, orta ve uzun vadeli beklentiler vb. gibi konularda, iki gün süreyle yoğun bir bilgi akışı sağlanmakta, PPK üyeleri verilen bu bilgilerin ışığında, bir önceki toplantıdan

beri kendilerince şahsi olarak derlenen bilgi ve tecrübeleri de değerlendirerek kurul olarak bir karar oluşturmaktadırlar.

Bölüm 2.3.3.2.(ii)'de de bahsedildiği gibi, yeterli teknik altyapı ve metodolojiye sahip olmak enflasyon hedeflemesi rejiminin önemli gereklerinden birisidir. Karar öncesi toplantılarda, bir önceki karar gününden itibaren toplanan yeni veriler mevcut veri setine eklenerek, gelinen son durum itibarıyla analiz ve değerlendirmeler yapılmakta ve tahminler üretilmektedir. Bu çalışmalar sonucunda oluşan birikim PPK toplantılarındaki en önemli girdilerin başında gelmektedir.

Çalışmamızda, bu girdilerin önemli olarak değerlendirdiğimiz bazılarındaki (Tüfe, Tüfe Beklentileri, Sanayi Üretimi, Tüketici Kredileri, Kur Sepeti ve İşsizlik yıllık değişim oranları ve Cari Hesap yıllık farkları) aylık değişimlerini *"bağımsız değişken"* ve PPK kararlarının en somut çıktısı olarak değerlendirdiğimiz Politika Faiz Oranlarını *"bağımlı değişken"* olarak kabul ettiğimiz bir matematiksel model kurduk. Ordered Probit (Sıralı Probit) yöntemi ile yaptığımız incelemede ulaştığımız sonuçları Bölüm 3.2.'de paylaştık.

Sonuç olarak; en azından kullandığımız metod ve yöntemlerle, şunu söyleyebiliriz. PPK kararlarını etkileyen faktörlerin neler olduğu sorusuna, sadece matematiksel modellerle, kuvvetli bir cevap vermek mümkün olmayabilir.

Bölüm 3.3.'de de anlatmaya çalıştığımız gibi, PPK toplantılarında konuşulan konular ülkenin ve dünyanın içinde bulunduğu ekonomik, siyasal, sosyal, stratejik ve konjonktürel olarak değişebilmekte ve verilen kararlarda bu değişkenlerin de etkisi olabilmektedir.

EKLER

Ek: 1. 2020 yılında Faaliyet Gösteren Merkez Bankalarının Listesi

YIL	ÜLKE	YIL	ÜLKE	YIL	ÜLKE
1668	İsveç	1928	İran	1957	Gana
1694	İngiltere	1928	İzlanda	1958	Tunus
1782	İspanya	1928	Yunanistan	1958	Nijerya
1800	Fransa	1930	Türkiye	1959	Fas
1811	Finlandiya	1932	Meksika	1959	Sudan
1814	Hollanda	1934	El Salvador	1959	Malezya
1816	Avusturya	1934	Kanada	1960	Avustralya
1816	Norveç	1934	Yeni Zelanda	1960	Jamaika
1818	Danimarka	1935	Arjantin	1960	Mısır
1828	Endonezya	1935	Hindistan	1960	Nikaragua
1846	Portekiz	1935	Uruguay	1960	Nikaragua
1850	Belçika	1936	Kostarika	1960	Somali
1860	Rusya	1936	Paraguay	1961	Gine
1876	Almanya	1936	Şeyseller	1962	Cezayir
1879	Bulgaristan	1940	Venezuela	1962	Benin (BCEAO)
1880	Romanya	1941	Afganistan	1962	Burkina Faso (BCEAO)
1882	Japonya	1942	İrlanda	1962	Fildişi Sahili (BCEAO)
1884	Sırbistan	1942	Tayland	1962	Gine Bissau (BCEAO)
1893	İtalya	1947	Dominik Cumhuriyeti	1962	Mali (BCEAO)
1909	Kongo Dem. Cum.	1948	Birmanya	1962	Nijer (BCEAO)
1913	ABD	1948	Filipinler	1962	Senegal (BCEAO)
1917	Ukrayna	1948	Küba	1962	Togo (BCEAO)
1919	Estonya	1949	Irak	1963	Etiyopya
1921	Güney Afrika Cum,	1950	Kore	1963	Güney Kıbrıs
1922	Kolombiya	1950	Honduras	1963	Lübnan
1922	Peru	1950	Sri Lanka	1964	Brezilya
1923	Tayvan	1951	Vietnam	1964	Burundi
1924	Macaristan	1952	Suudi Arabistan	1964	Trinidad Tobago
1924	Moğolistan	1953	Suriye	1964	Ürdün
1924	Polonya	1954	İsrail	1964	Ruanda
1925	Arnavutluk	1955	Nepal	1964	Malavi
1926	Guatemala	1956	Libya	1965	Guyana
1926	Şili	1956	Zambiya	1965	Tanzanya
1927	Ekvator	1956	Zimbabve	1966	Uganda
1928	Bolivya	1956	Pakistan	1966	Kenya
1928	Çin	1957	Surinam	1966	Mauritus

Ek: 1- devam) 2020 yılında Faaliyet Gösteren Merkez Bankalarının Listesi

YIL	ÜLKE	YIL	ÜLKE
1967	Malta	1983	Lüksemburg
1968	Laos	1983	ECCB
1969	Bermuda	1984	Fiji
1971	Cayman Adaları	1984	KKTC
1971	Singapur	1985	Cape Verde
1971	Yemen	1986	Aruba
1971	Bangladeş	1989	Makau
1972	Barbados	1989	Tonga
1972	Kamerun (CEMAC)	1990	Litvanya
1972	Orta Afrika Cum. (CEMAC)	1991	Ermenistan
1972	Kongo (CEMAC)	1991	Gürcistan
1972	Gabon (CEMAC)	1991	Slovenya
1972	Ekvator Ginesi (CEMAC)	1991	Kırgızistan
1972	Çad (CEMAC)	1991	Tacikistan
1973	Bahreyn	1992	Azerbaycan
1973	Katar	1992	Letonya
1973	Madagaskar	1993	Çekya
1973	Kuveyt	1993	Hong Kong
1973	Papua Yeni Gine	1993	Makedonya
1973	San Marino	1993	Slovakya
1973	Moritanya	1994	Özbekistan
1974	Samoa	1995	Kazakistan
1974	Bahama Adaları	1995	Moldovya
1974	Svaziland Eswatini	1995	Abhazya
1974	Umman	1997	Bosna Hersek
1975	Botswana	1997	Namibia
1975	Mozambik	1999	Avrupa Birliği (AMB)
1979	Haiti	1999	Liberya
1979	Cibuti	2001	Beyaz Rusya
1980	BAE	2001	Karadağ
1981	Maldiv Adaları	2005	Gambiya
1981	Komorlar	2008	Kosova
1982	Belize	2010	Brunei
1982	Bhutan	2011	Türkmenistan
1982	Vanuatu	2011	Sierra Leone

Kaynak: BIS ve merkez bankaları internet siteleri

Ek: 2. Probit Modelinde Kullanılan Veri Seti

Ay	**PPK_Tarihi**	**PF**	**PFdeg**	**TUFE_yd**	**SU_yd**	**Kur_yd**	**TUFE_bek**	**TuKr_yd**	**CaHe_yf**	**Issiz**
		(%)		(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(Milyon $)	(%)
2006-01	23.01.2006	16.5	0	7.93	1.14	-6.21	5.54		-7,773	10.80
2006-02	23.02.2006	16.5	0	8.15	8.90	-3.83	5.45		-8,194	10.90
2006-03	23.03.2006	16.5	0	8.16	12.28	-3.37	5.44		-9,008	10.00
2006-04	27.04.2006	16.25	-1	8.83	10.37	-4.69	5.47		-10,395	9.10
2006-05	25.05.2006	16.25	0	9.86	12.56	3.70	5.83		-11,687	8.00
2006-06	25.06.2006	20.25	1	10.12	10.69	20.17	7.48		-11,547	8.10
2006-07	20.07.2006	22.5	1	11.69	9.38	19.75	8.07		-11,761	8.20
2006-08	24.08.2006	22.5	0	10.26	6.53	11.91	7.94		-12,002	8.60
2006-09	26.09.2006	22.5	0	10.55	4.57	12.71	7.54		-12,230	8.40
2006-10	19.10.2006	22.5	0	9.98	-3.90	12.24	7.31		-13,342	8.40
2006-11	23.11.2006	22.5	0	9.86	14.32	12.49	7.16		-12,896	8.80
2006-12	21.12.2006	22.5	0	9.65	2.52	12.54	7.11		-11,192	9.50
2007-01	16.01.2007	22.5	0	9.93	19.21	11.22	6.84	44.97	-10,860	9.90
2007-02	15.02.2007	22.5	0	10.16	8.92	10.59	6.75	40.98	-9,724	10.30
2007-03	15.03.2007	22.5	0	10.86	6.16	11.44	6.75	36.14	-8,734	9.50
2007-04	18.04.2007	22.5	0	10.72	5.98	7.54	6.63	32.64	-7,375	9.00
2007-05	14.05.2007	22.5	0	9.23	7.41	-2.62	6.57	26.95	-5,418	8.30
2007-06	14.06.2007	22.5	0	8.60	4.74	-14.72	6.58	25.31	-3,752	8.30
2007-07	12.07.2007	22.5	0	6.90	6.11	-14.02	6.38	26.43	-4,041	8.40
2007-08	14.08.2007	22.5	0	7.39	7.95	-7.35	6.37	30.38	-3,318	8.70
2007-09	13.09.2007	22.25	-1	7.12	4.30	-10.10	6.27	30.62	-3,614	8.90
2007-10	16.10.2007	21.5	-1	7.70	10.18	-13.28	5.96	31.67	-3,433	9.20
2007-11	14.11.2007	20.75	-1	8.40	8.28	-11.92	5.98	37.07	-2,527	9.50
2007-12	13.12.2007	20	-1	8.39	-1.58	-12.94	6.14	35.13	-4,778	9.90
2008-01	17.01.2008	19.5	-1	8.17	11.23	-11.42	6.01	38.02	-6,705	10.40
2008-02	14.02.2008	19.25	-1	9.10	9.16	-8.34	5.99	40.89	-6,695	10.80
2008-03	19.03.2008	19.25	0	9.15	3.51	-3.61	6.29	40.22	-7,996	10.10
2008-04	17.04.2008	19.25	0	9.66	7.50	4.96	7.04	38.88	-9,870	9.10
2008-05	15.05.2008	19.75	1	10.74	3.00	1.73	7.88	40.15	-11,481	8.40
2008-06	16.06.2008	20.25	1	10.61	2.33	1.84	8.71	37.69	-14,305	8.70

Ay	PPK_Tarihi	PF	PFdeg	TUFE_yd	SU_yd	Kur_yd	TUFE_bek	TuKr_yd	CaHe_yf	Issiz
2008-07	17.07.2008	20.25	0	12.06	4.37	3.14	8.61	37.99	-15,011	9.10
2008-08	14.08.2008	20.25	0	11.77	-3.40	-5.06	8.72	37.37	-15,150	9.30
2008-09	18.09.2008	20.25	0	11.13	-3.98	-0.37	8.50	36.86	-13,573	9.80
2008-10	22.10.2008	19.75	-1	11.99	-6.34	18.63	8.73	35.52	-11,846	10.30
2008-11	19.11.2008	18.75	-1	10.76	-12.89	23.52	8.95	28.50	-7,725	11.60
2008-12	18.12.2008	17.5	-1	10.06	-17.41	25.78	8.45	24.35	-4,997	12.70
2009-01	15.01.2009	15.5	-1	9.50	-21.55	28.12	7.46	21.68	1,226	14.10
2009-02	19.02.2009	14	-1	7.73	-23.99	28.23	6.88	16.98	5,743	14.80
2009-03	19.03.2009	13	-1	7.89	-21.46	24.86	6.79	14.01	9,473	14.70
2009-04	16.04.2009	12.25	-1	6.13	-18.85	11.38	6.86	13.49	14,258	13.80
2009-05	14.05.2009	11.75	-1	5.24	-17.09	14.94	6.49	11.78	19,263	12.70
2009-06	16.06.2009	11.25	-1	5.73	-9.91	17.93	6.58	10.09	23,684	12.20
2009-07	16.07.2009	10.75	-1	5.39	-8.85	16.85	6.59	8.98	29,479	12.10
2009-08	18.08.2009	10.25	-1	5.33	-6.49	22.29	6.37	5.41	32,968	12.60
2009-09	17.09.2009	9.75	-1	5.27	-9.64	21.47	6.33	4.46	34,152	12.50
2009-10	15.10.2009	9.25	-1	5.08	6.19	5.61	6.29	5.17	35,642	12.20
2009-11	19.11.2009	9	-1	5.53	-2.97	2.11	6.29	8.04	33,392	12.20
2009-12	17.12.2009	9	0	6.53	23.92	1.89	6.56	9.93	30,276	12.60
2010-01	14.01.2010	9	0	8.19	8.23	-3.79	6.79	12.86	25,483	13.60
2010-02	16.02.2010	9	0	10.13	13.99	-5.27	6.91	15.26	19,909	13.50
2010-03	18.03.2010	9	0	9.56	19.65	-8.14	7.22	17.93	13,319	12.80
2010-04	13.04.2010	9	0	10.19	14.41	-6.29	7.22	20.99	7,515	11.30
2010-05	18.05.2010	7	-1	9.10	13.20	-5.16	7.48	21.43	2,592	10.30
2010-06	17.06.2010	7	0	8.37	10.69	-5.67	7.35	23.00	-1,779	9.90
2010-07	15.07.2010	7	0	7.58	10.49	-4.20	7.20	25.72	-8,174	9.90
2010-08	19.08.2010	7	0	8.33	13.26	-4.02	7.16	27.75	-14,172	10.60
2010-09	16.09.2010	7	0	9.24	10.10	-5.77	7.12	29.18	-19,481	10.60
2010-10	14.10.2010	7	0	8.62	10.48	-6.62	7.13	31.16	-23,225	10.50
2010-11	11.11.2010	7	0	7.29	10.02	-7.96	7.14	31.16	-30,390	10.20
2010-12	16.12.2010	6.5	-1	6.40	22.33	-4.91	6.95	35.65	-33,392	10.60
2011-01	20.01.2011	6.25	-1	4.90	24.42	1.80	6.55	34.10	-36,220	11.10
2011-02	15.02.2011	6.25	0	4.16	19.18	4.85	6.59	35.05	-37,522	10.70

Ay	PPK_Tarihi	PF	PFdeg	TUFE_yd	SU_yd	Kur_yd	TUFE_bek	TuKr_yd	CaHe_yf	Issiz
2011-03	23.03.2011	6.25	0	3.99	16.08	4.81	6.76	35.34	-40,987	10.10
2011-04	21.04.2011	6.25	0	4.26	14.99	6.17	6.79	36.08	-41,352	9.30
2011-05	25.05.2011	6.25	0	7.17	15.21	9.75	6.88	37.07	-43,591	8.90
2011-06	23.06.2011	6.25	0	6.24	14.98	11.44	6.89	38.40	-46,773	8.70
2011-07	21.07.2011	6.25	0	6.31	12.64	14.52	6.92	38.02	-47,478	8.60
2011-08	23.08.2011	5.75	-1	6.65	12.62	23.25	6.77	37.38	-45,463	8.50
2011-09	20.09.2011	5.75	0	6.15	19.51	23.81	6.73	37.53	-45,569	8.20
2011-10	20.10.2011	5.75	0	7.66	16.25	27.66	6.84	34.68	-43,778	8.40
2011-11	23.11.2011	7.93	1	9.48	14.44	25.31	6.99	32.76	-39,348	8.40
2011-12	24.12.2011	10.57	1	10.45	8.19	22.74	7.10	29.59	-34,103	9.00
2012-01	24.01.2012	7.48	-1	10.61	6.02	16.09	6.91	28.07	-29,674	9.30
2012-02	21.02.2012	7.62	0	10.43	7.08	8.64	6.86	26.28	-25,027	9.60
2012-03	27.03.2012	8.50	1	10.43	6.00	9.33	6.84	26.14	-17,965	9.10
2012-04	18.04.2012	8.99	0	11.14	5.62	11.36	6.96	22.22	-9,703	8.20
2012-05	29.05.2012	9.27	0	8.28	9.13	7.58	7.01	20.55	-4,012	7.60
2012-06	21.06.2012	8.50	-1	8.87	3.82	5.23	6.93	19.82	4,575	7.30
2012-07	19.07.2012	7.30	-1	9.07	4.34	0.69	6.78	17.26	10,051	7.60
2012-08	16.08.2012	6.39	-1	8.88	-3.08	-5.82	6.69	18.36	14,338	8.00
2012-09	18.09.2012	5.86	-1	9.19	7.65	-3.51	6.60	17.79	18,830	8.30
2012-10	18.10.2012	5.75	0	7.80	-5.59	-4.71	6.70	17.87	24,367	8.30
2012-11	20.11.2012	5.61	0	6.37	14.03	-4.10	6.64	19.38	26,544	8.60
2012-12	18.12.2012	5.55	0	6.16	-0.46	-4.61	6.34	19.29	27,486	9.30
2013-01	22.01.2013	5.58	0	7.31	4.27	-2.52	6.10	20.65	26,757	9.70
2013-02	19.02.2013	5.53	0	7.03	4.97	1.80	6.07	22.02	26,158	9.70
2013-03	26.03.2013	5.62	0	7.29	2.59	0.54	6.18	22.90	26,003	9.40
2013-04	16.04.2013	5.19	-1	6.13	8.44	0.22	6.13	23.70	20,661	8.70
2013-05	16.05.2013	4.56	-1	6.51	5.84	2.13	6.15	26.52	16,761	8.20
2013-06	18.06.2013	5.18	1	8.30	5.89	7.39	6.20	26.02	14,476	8.10
2013-07	23.07.2013	6.28	1	8.88	9.67	10.61	6.45	27.17	9,227	8.60
2013-08	20.08.2013	6.64	0	8.17	1.49	14.00	6.45	27.68	7,638	9.00
2013-09	17.09.2013	6.25	0	7.88	10.57	14.79	6.64	27.96	5,175	9.20
2013-10	23.10.2013	6.44	0	7.71	3.41	14.10	6.61	27.03	1	9.10

Ay	PPK_Tarihi	PF	PFdeg	TUFE_yd	SU_yd	Kur_yd	TUFE_bek	TuKr_yd	CaHe_yf	Issiz
2013-11	19.11.2013	6.69	0	7.32	9.86	16.55	6.74	26.95	-2,200	9.30
2013-12	17.12.2013	7.04	1	7.40	10.09	18.57	6.74	26.23	-6,261	9.60
2014-01	28.01.2014	10.04	1	7.75	11.97	27.60	7.06	26.44	-6,987	10.30
2014-02	18.02.2014	10.17	0	7.89	8.20	26.42	7.21	22.86	-5,316	10.20
2014-03	18.03.2014	10.17	0	8.39	9.25	27.25	7.31	19.22	-3,416	9.70
2014-04	24.04.2014	10.01	0	9.38	6.67	22.60	7.22	16.80	-2,482	9.00
2014-05	22.05.2014	9.50	-1	9.66	2.59	18.52	7.21	13.59	3,166	8.80
2014-06	24.06.2014	8.75	-1	9.16	4.92	13.62	7.19	11.77	4,347	9.10
2014-07	17.07.2014	8.25	-1	9.32	-3.26	12.14	7.27	10.43	8,136	9.80
2014-08	27.08.2014	8.29	0	9.54	15.14	10.50	7.35	8.71	10,151	10.10
2014-09	25.09.2014	8.41	0	8.86	6.22	7.36	7.44	8.31	11,718	10.50
2014-10	23.10.2014	8.30	0	8.96	5.30	8.91	7.54	8.41	12,915	10.40
2014-11	20.11.2014	8.34	0	9.15	-0.30	5.68	7.50	7.26	13,024	10.70
2014-12	24.12.2014	8.43	0	8.17	7.51	4.79	7.21	7.18	14,093	10.90
2015-01	20.01.2015	7.89	-1	7.24	-0.93	-3.70	6.81	7.19	19,856	11.30
2015-02	24.02.2015	7.81	0	7.55	0.98	0.25	6.69	8.74	18,709	11.20
2015-03	17.03.2015	7.85	0	7.61	6.16	1.99	6.78	10.16	15,685	10.60
2015-04	22.04.2015	8.28	0	7.91	6.86	8.60	6.91	11.44	15,158	9.60
2015-05	20.05.2015	8.31	0	8.09	4.85	12.81	6.85	11.83	11,873	9.30
2015-06	23.06.2015	8.55	1	7.20	9.19	14.75	7.00	11.66	9,386	9.60
2015-07	23.07.2015	8.52	0	6.81	4.90	13.42	7.05	12.58	8,217	9.80
2015-08	18.08.2015	8.77	0	7.14	13.69	19.42	7.04	12.20	6,724	10.10
2015-09	22.09.2015	8.87	0	7.95	-5.12	26.20	7.25	11.12	8,343	10.30
2015-10	21.10.2015	8.73	0	7.58	17.66	21.59	7.34	10.13	8,988	10.50
2015-11	24.11.2015	8.76	0	8.10	7.39	18.72	7.42	9.23	11,003	10.50
2015-12	22.12.2015	8.83	0	8.81	7.77	19.13	7.56	8.79	13,354	10.80
2016-01	19.01.2016	9.01	0	9.58	5.30	24.37	7.92	7.74	11,243	11.10
2016-02	23.02.2016	9.01	0	8.78	13.82	18.27	7.96	7.54	9,677	10.90
2016-03	24.03.2016	8.77	0	7.46	6.76	13.17	7.89	6.85	10,942	10.10
2016-04	20.04.2016	8.57	0	6.57	3.46	9.94	7.78	7.13	12,891	9.30
2016-05	24.05.2016	8.44	0	6.58	8.38	11.43	7.81	6.32	12,852	9.40
2016-06	21.06.2016	8.20	0	7.64	2.74	8.14	7.60	6.47	11,746	10.20

Ay	PPK_Tarihi	PF	PFdeg	TUFE_yd	SU_yd	Kur_yd	TUFE_bek	TuKr_yd	CaHe_yf	Issiz
2016-07	19.07.2016	8.03	-1	8.79	-8.60	9.94	7.59	5.10	11,442	10.70
2016-08	23.08.2016	7.88	0	8.05	3.86	4.50	7.61	5.36	10,881	11.30
2016-09	22.09.2016	7.77	0	7.28	-3.70	-1.58	7.62	6.40	7,257	11.30
2016-10	20.10.2016	7.79	0	7.16	3.97	3.64	7.61	7.71	4,837	11.80
2016-11	24.11.2016	8.28	0	7.00	5.80	14.11	7.87	9.25	3,497	12.10
2016-12	20.12.2016	8.28	0	8.53	0.56	17.80	8.04	10.46	1,210	12.70

Ek: 3. TCMB Faiz Oranları (Ocak 2006-Aralık 2016)

TARİH	B.ALMA	B.VERME	GLP B.A	GLP B.V.	PYB REPO	REPO AFF	PF	Pfdeg
23.01.2006	13,5	16,5	9,5	19,5	15,5		16,5	0
23.02.2006	13,5	16,5	9,5	19,5	15,5		16,5	0
23.03.2006	13,5	16,5	9,5	19,5	15,5		16,5	0
27.04.2006	13,25	16,25	9,25	19,25	15,25		16,25	-1
25.05.2006	13,25	16,25	9,25	19,25	15,25		16,25	0
25.06.2006	17,25	20,25	13,25	23,25	19,25		20,25	1
20.07.2006	17,5	22,5	13,5	25,5	21,5		22,5	1
24.08.2006	17,5	22,5	13,5	25,5	21,5		22,5	0
26.09.2006	17,5	22,5	13,5	25,5	21,5		22,5	0
19.10.2006	17,5	22,5	13,5	25,5	21,5		22,5	0
23.11.2006	17,5	22,5	13,5	25,5	21,5		22,5	0
21.12.2006	17,5	22,5	13,5	25,5	21,5		22,5	0
16.01.2007	17,5	22,5	13,5	25,5	21,5		22,5	0
15.02.2007	17,5	22,5	13,5	25,5	21,5		22,5	0
15.03.2007	17,5	22,5	13,5	25,5	21,5		22,5	0
18.04.2007	17,5	22,5	13,5	25,5	21,5		22,5	0
14.05.2007	17,5	22,5	13,5	25,5	21,5		22,5	0
14.06.2007	17,5	22,5	13,5	25,5	21,5		22,5	0
12.07.2007	17,5	22,5	13,5	25,5	21,5		22,5	0
14.08.2007	17,5	22,5	13,5	25,5	21,5		22,5	0
13.09.2007	17,25	22,25	13,25	25,25	21,25		22,25	-1
16.10.2007	16,75	21,5	12,75	24,5	20,5		21,5	-1
14.11.2007	16,25	20,75	12,25	23,75	19,75		20,75	-1
13.12.2007	15,75	20	11,75	23	19		20	-1
17.01.2008	15,5	19,5	11,5	22,5	18,5		19,5	-1
14.02.2008	15,25	19,25	11,25	22,25	18,25		19,25	-1
19.03.2008	15,25	19,25	11,25	22,25	18,25		19,25	0
17.04.2008	15,25	19,25	11,25	22,25	18,25		19,25	0
15.05.2008	15,75	19,75	11,75	22,75	18,75		19,75	1
16.06.2008	16,25	20,25	12,25	23,25	19,25		20,25	1
17.07.2008	16,75	20,25	12,75	23,25	19,25		20,25	0

TARİH	B.ALMA	B.VERME	GLP B.A	GLP B.V.	PYB REPO	REPO	AFF	PF	Pfdeg
14.08.2008	16,75	20,25	12,75	23,25	19,25			20,25	0
18.09.2008	16,75	20,25	12,75	23,25	19,25			20,25	0
22.10.2008	16,75	19,75	12,75	22,75	18,75			19,75	-1
19.11.2008	16,25	18,75	12,25	21,75	17,75			18,75	-1
18.12.2008	15	17,5	11	20,5	16,5			17,5	-1
15.01.2009	13	15,5	9	18,5	14,5			15,5	-1
19.02.2009	11,5	14	7,5	17	13			14	-1
19.03.2009	10,5	13	6,5	16	12			13	-1
16.04.2009	9,75	12,25	5,75	15,25	11,25			12,25	-1
14.05.2009	9,25	11,75	5,25	14,75	10,75			11,75	-1
16.06.2009	8,75	11,25	4,75	14,25	10,25			11,25	-1
16.07.2009	8,25	10,75	4,25	13,75	9,75			10,75	-1
18.08.2009	7,75	10,25	3,75	13,25	9,25			10,25	-1
17.09.2009	7,25	9,75	3,25	12,75	8,75			9,75	-1
15.10.2009	6,75	9,25	2,75	12,25	8,25			9,25	-1
19.11.2009	6,5	9	2,5	12	8			9	-1
17.12.2009	6,5	9	2,5	12	8			9	0
14.01.2010	6,5	9	2,5	12	8			9	0
16.02.2010	6,5	9	2,5	12	8			9	0
18.03.2010	6,5	9	2,5	12	8			9	0
13.04.2010	6,5	9	2,5	12	8			9	0
18.05.2010	6,5	9	2,5	12	8	7		7	-1
17.06.2010	6,5	9	2,5	12	8	7		7	0
15.07.2010	6,5	9	2,5	12	8	7		7	0
19.08.2010	6,5	9	2,5	12	8	7		7	0
16.09.2010	6,25	8,75	2,25	11,75	7,75	7		7	0
14.10.2010	5,75	8,75	1,75	11,75	7,75	7		7	0
11.11.2010	1,75	8,75	0	11,75	7,75	7		7	0
16.12.2010	1,5	9	0	12	8	6,5		6,5	-1
20.01.2011	1,5	9	0	12	8	6,25	6,25	6,25	-1
15.02.2011	1,5	9	0	12	8	6,25	6,25	6,25	0
23.03.2011	1,5	9	0	12	8	6,25	6,25	6,25	0

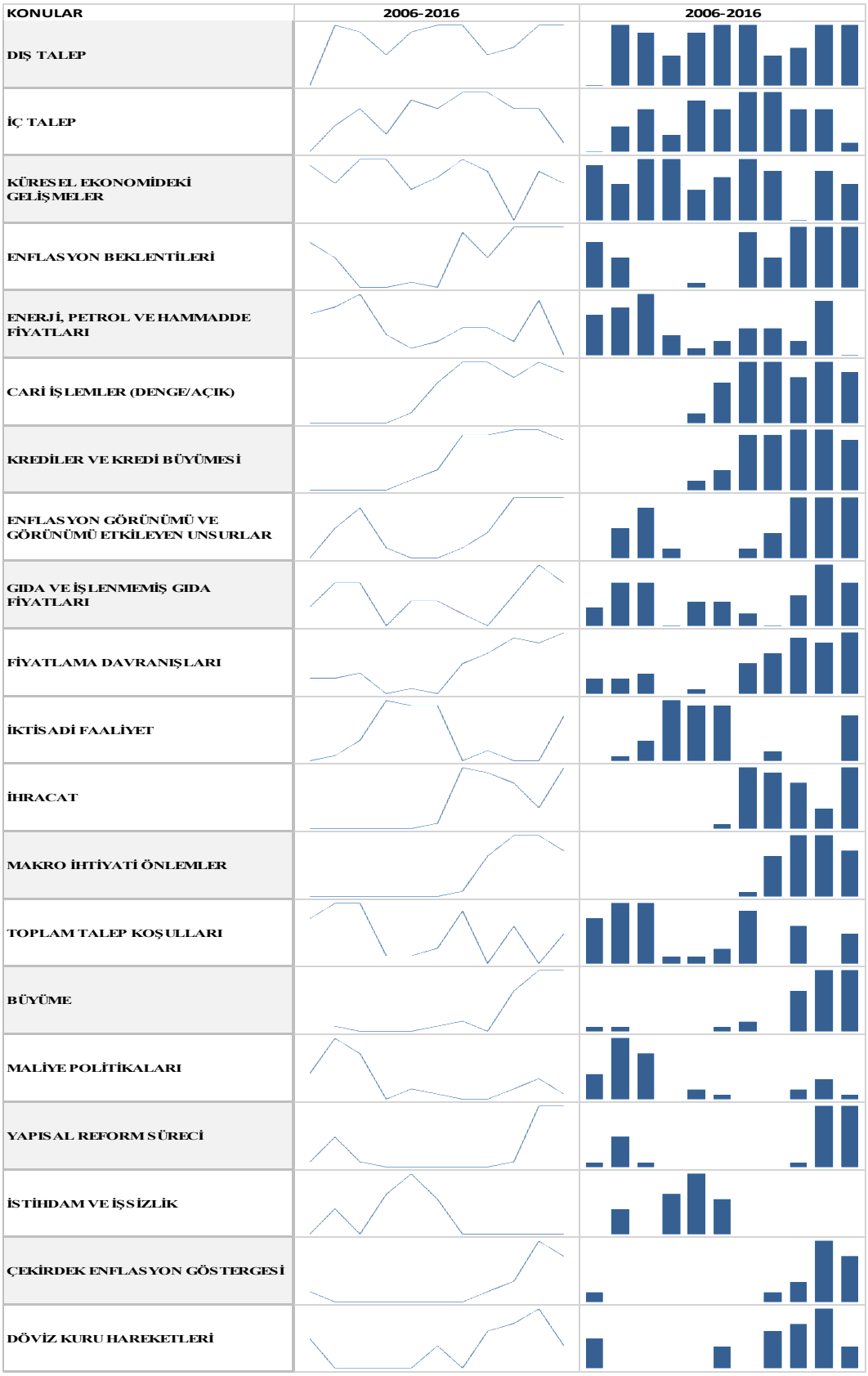
TARİH	B.ALMA	B.VERME	GLP B.A	GLP B.V.	PYB REPO	REPO	AFF	PF	Pfdeg
21.04.2011	1,5	9	0	12	8	6,25	6,25	6,25	0
25.05.2011	1,5	9	0	12	8	6,25	6,25	6,25	0
23.06.2011	1,5	9	0	12	8	6,25	6,25	6,25	0
21.07.2011	1,5	9	0	12	8	6,25	6,25	6,25	0
23.08.2011	5	9	0	12	8	5,75	5,75	5,75	-1
20.09.2011	5	9	0	12	8	5,75	5,75	5,75	0
20.10.2011	5	12,5	0	15,5	12	5,75	5,75	5,75	0
23.11.2011	5	12,5	0	15,5	12	5,75	7,93	7,93	1
24.12.2011	5	12,5	0	15,5	12	5,75	10,57	10,57	1
24.01.2012	5	12,5	0	15,5	12	5,75	7,48	7,48	-1
21.02.2012	5	5	0	14,5	11	5,75	7,62	7,62	0
27.03.2012	5	5	0	14,5	11	5,75	8,5	8,50	1
18.04.2012	5	5	0	14,5	11	5,75	8,99	8,99	0
29.05.2012	5	5	0	14,5	11	5,75	9,27	9,27	1
21.06.2012	5	5	0	14,5	11	5,75	8,5	8,50	-1
19.07.2012	5	5	0	14,5	11	5,75	7,3	7,30	-1
16.08.2012	5	5	0	14,5	11	5,75	6,39	6,39	-1
18.09.2012	5	10	0	13	9,5	5,75	5,86	5,86	-1
18.10.2012	5	9,5	0	12,5	9	5,75	5,75	5,75	0
20.11.2012	5	9	0	12	8,5	5,75	5,61	5,61	0
18.12.2012	5	9	0	12	8,5	5,5	5,55	5,55	0
22.01.2013	4,75	8,75	0	11,75	8,25	5,5	5,58	5,58	0
19.02.2013	4,5	8,5	0	11,5	8	5,5	5,53	5,53	0
26.03.2013	4,5	7,5	0	10,5	7	5,5	5,62	5,62	0
16.04.2013	4	7	0	10	6,5	5	5,19	5,19	-1
16.05.2013	3,5	6,5	0	9,5	6	4,5	4,56	4,56	-1
18.06.2013	3,5	6,5	0	9,5	6	4,5	5,18	5,18	1
23.07.2013	3,5	7,25	0	10,25	6,75	4,5	6,28	6,28	1
20.08.2013	3,5	7,75	0	10,25	6,75	4,5	6,64	6,64	0
17.09.2013	3,5	7,75	0	10,25	6,75	4,5	6,25	6,25	0
23.10.2013	3,5	7,75	0	10,25	6,75	4,5	6,44	6,44	0
19.11.2013	3,5	7,75	0	10,25	6,75	4,5	6,69	6,69	0

TARİH	B.ALMA	B.VERME	GLP B.A	GLP B.V.	PYB REPO	REPO	AFF	PF	Pfdeg
17.12.2013	3,5	7,75	0	10,25	6,75	4,5	7,04	7,04	1
28.01.2014	8	12	0	15	11,5	10	10,04	10,04	1
18.02.2014	8	12	0	15	11,5	10	10,17	10,17	0
18.03.2014	8	12	0	15	11,5	10	10,17	10,17	0
24.04.2014	8	12	0	13,5	11,5	10	10,01	10,01	0
22.05.2014	8	12	0	13,5	11,5	9,5	9,5	9,50	-1
24.06.2014	8	12	0	13,5	11,5	8,75	8,75	8,75	-1
17.07.2014	7,5	12	0	13,5	11,5	8,25	8,25	8,25	-1
27.08.2014	7,5	11,25	0	12,75	10,75	10,75	8,29	8,29	0
25.09.2014	7,5	11,25	0	12,75	10,75	10,75	8,41	8,41	0
23.10.2014	7,5	11,25	0	12,75	10,75	10,75	8,3	8,30	0
20.11.2014	7,5	11,25	0	12,75	10,75	10,75	8,34	8,34	0
24.12.2014	7,5	11,25	0	12,75	10,75	10,75	8,43	8,43	0
20.01.2015	7,5	11,25	0	12,75	10,75	7,75	7,89	7,89	-1
24.02.2015	7,25	10,75	0	12,25	10,25	7,5	7,81	7,81	0
17.03.2015	7,25	10,75	0	12,25	10,25	7,5	7,85	7,85	0
22.04.2015	7,25	10,75	0	12,25	10,25	7,5	8,28	8,28	0
20.05.2015	7,25	10,75	0	12,25	10,25	7,5	8,31	8,31	0
23.06.2015	7,25	10,75	0	12,25	10,25	7,5	8,55	8,55	1
23.07.2015	7,25	10,75	0	12,25	10,25	7,5	8,52	8,52	0
18.08.2015	7,25	10,75	0	12,25	10,25	7,5	8,77	8,77	0
22.09.2015	7,25	10,75	0	12,25	X	7,5	8,87	8,87	0
21.10.2015	7,25	10,75	0	12,25	X	7,5	8,73	8,73	0
24.11.2015	7,25	10,75	0	12,25	X	7,5	8,76	8,76	0
22.12.2015	7,25	10,75	0	12,25	X	7,5	8,83	8,83	0
19.01.2016	7,25	10,75	0	12,25	X	7,5	9,01	9,01	0
23.02.2016	7,25	10,75	0	12,25	X	7,5	9,01	9,01	0
24.03.2016	7,25	10,5	0	12	X	7,5	8,77	8,77	0
20.04.2016	7,25	10	0	11,5	X	7,5	8,57	8,57	0
24.05.2016	7,25	9,5	0	11	X	7,5	8,44	8,44	0
21.06.2016	7,25	9	0	10,5	X	7,5	8,2	8,20	0
19.07.2016	7,25	8,75	0	10,25	X	7,5	8,03	8,03	-1

TARİH	B.ALMA	B.VERME	GLP B.A	GLP B.V.	PYB REPO	REPO	AFF	PF	Pfdeg
23.08.2016	7,25	8,5	0	10	X	7,5	7,88	7,88	0
22.09.2016	7,25	8,25	0	9,75	X	7,5	7,77	7,77	0
20.10.2016	7,25	8,25	0	9,75	X	7,5	7,79	7,79	0
24.11.2016	7,25	8,5	0	10	X	8	8,28	8,28	0
20.12.2016	7,25	8,5	0	10	X	8	8,28	8,28	0

TARİH	B.ALMA	B.VERME	GLP B.A	GLP B.V.	PYB REPO	REPO			
7.06.2006	15	18	11	21	17				
4.08.2011	5	9	0	12	8	5,75			
21.01.2014	3,5	7,75	0	10,25	6,75	4,5			

Ek: 4. PPK Kararlarında Geçen Konuların Yıllar İtibarıyla Grafikleri (2006-2016)



KAYNAKÇA

Akdiş, M. (2011). *Para teorisi ve politikası.* (Gözden geçirilmiş 2. Baskı). Ankara: Gazi.

Aksoy, C.N. (2018). *Merkez bankası para politikası araçlarının banka karlılık performansları üzerindeki etkisi.* T.C. İstanbul Ticaret Üniversitesi Finans Enstitüsü Doktora Tezi.

Aktaş, M. (2014). *Türkiye'de 1980 sonrası dönemde para politikası uygulamalarının işsizlik üzerine etkileri.* Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi.

Aktaş, Z., Alp, H., Gürkaynak, R., Kesriyeli, M. ve Orak, M. (2008). *Türkiye'de para politikasının aktarımı: Para politikasının mali piyasalara etkisi.* TCMB Çalışma Tebliği No: 08/11.

Alexander W.E., Balifio, T.J.T. ve Enoch C. (1995). *The adoption of indirect instruments of monetary policy.* IMF Occasional Paper 126.

Alp, H., Kara, H., Keleş, G., Gürkaynak, R. ve Orak, M. (2010). *Türkiye'de piyasa göstergelerinden para politikası beklentilerinin ölçülmesi.* Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Çalışma Tebliği No: 10/11.

Alper, K. ve Tiryaki, S. T. (2011). *Zorunlu karşılıkların para politikasındaki yeri.* TCMB Ekonomi Notları. Sayı: 2011/08.

Alper, K., Kara, H. ve Yörükoğlu, M. (2011). *Rezerv opsiyonu mekanizması.* TCMB Ekonomi Notları. Sayı: 2012-28.

Alptürk, N. (1972). *Merkez bankacılığı.* Ankara: Türkiye Bankalar Birliği.

Arıcan, E. ve Okay, G. (2014). Ekonomik İstikrarsızlık Ortamında Merkez Bankalarının Uyguladığı Para Politikaları ve Türkiye Örneği. *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi,* Cilt: 1, Sayı: 1, Şubat 2014.

*B*ayraktar, S. (2015) *Türkiye cumhuriyet merkez bankası faiz politikalarının finans piyasaları üzerindeki etkileri: 2006-2016.* Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi.

Baziki, S. B. ve Çapacıoğlu T. (2020). *Bank lending and maturity: the anatomy of the transmission of monetary policy.* TCMB Working Paper. No:20/05.

Bennani, H., Farvaque, E. ve Stanek, P. (2015). *FOMC members' incentives to disagree: regional motives and background influences.* Narodowy Bank Polski (NBP) Working Paper No.221.

Bernanke, B.S., Laubach, T., Mishkin, F.S. ve Posen, A.S. (1999). *Inflation targeting, lessons from international experience.* Princeton: Princeton University Press.

Blejer, M.I. ve Leone, A.M. (2000). Introduction and overview. In M.I. Blejer, A. Ize, A.M. Leone ve S. Werlang (Eds). *Inflation targeting in practice. Strategic and operational issues and application to emerging market economies.* pp. (1-7). Washington DC. IMF.

Blinder, A.S. (1998) *Central banking in theory and practice.* The Lionel Robbins Lectures. MIT Press.

Blinder, A.S., Ehrmann, M., Fratzscher, M., De Haan, J. ve Jan-Jansen, D. (2008). *Central bank communication and monetary policy: a survey of theory and evidence.* European Central Bank Working Paper Series No:898, May 2008.

Bordo, M.D. (1999). *Monetary policy regimes, the gold standart, and the great depression.* NBER Reporter Online, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA. Iss. Fall 1999, pp.10-13.

Bordo, M.D. (2007). *A brief history of central banks.* Federal Reserve of Cleveland.

Bordo, M.D. ve Siklos; P.L. (2017). *Central banks: evolution and innovation in historical perspective.* National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper 23847.

Buzeneca, I. ve Maino, R. (2007). *Monetary policy implementation: result from a survey.* IMF Working Paper No:07/7

Capie, F., Goodhart, C. ve Schnadt, N. (1994). The development of central banking. In F. Cappie, C. Goodhart, S. Fischer, N. Schandt (Eds.) *The future of central banking* (pp. 1-231). The Tercentenary Symposium of The Bank of England. Cambridge University Press 1994. Reprinted 1997. Digitally Printed Version: 2008.

Caruana, J. (2011). *Monetary policy for financial stability.* 26 Kasım 2016 tarihinde Myanmar'da yapılan Güney Asya Merkez Bankaları (SEACEN) Başkanları Konferansı'ndaki konuşma.

Cecchetti S.G. (2000). Making Monetary Policy: Objectives and Rules. *Oxford Review of Economic Policy,* February 2000, Vol.16, Is. 4. (DOI:10.1093/oxrep/16.4.43)

CIEPR (Comittee on International Economic Policy and Reform) (2011). *Rethinking central banking.*

Demirhan, B. (2014). *Para politikasının finansal istikrara etkisi: Türkiye üzerine ampirik bir araştırma.* Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi.

Doğru, B. (2012). *Merkez bankası politikalarının fiyat istikrarı ve diğer iktisadi olgular açısından değerlendirilmesi ve Türkiye'de enflasyon hedeflemesi örneği.* İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi.

Eğilmez, M. (2018). *Makro ekonomi-Türkiye'den örneklerle.* İstanbul: Remzi, 11. Baskı (İlk Baskı 2009).

Erçel, G. (2000). *2000-2001 dönemi para ve kur politikası.* 29 Eylül 2000 tarihli Basın Açıklaması. Ankara: TCMB.

Freedman, C. (2006). *A brief history of conceptual and practical development of IT*. Central Bank of Turkey Conference on Inflation Targeting: Performance and Challenges. Istanbul, Turkey. January 19-20 2006.

Gedikli, A. (2017). Monetary Transmission Mechanism: An Overview Explanation. *Iğdır Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi,* Sayı: 13, Ekim 2017. ss. 472-517.

Goodhart, C. (1988). *The evoluation of central banks.* The MIT Press.

Goodhart, C.A.E. (2010). *The changing role of central banks.* BIS Working Papers No: 326. Monetary and Economic Department.

Gray, S. (2011). *Central bank balances and reserve requiments.* IMF Working Paper 2011/36.

Günal, M. (2001). *Merkez bankasının değişen rolü ve para politikası uygulamaları.* İstanbul: İMKB

Gürsoy, Ö. (2015). *Enflasyon hedefi rejimi ile birlikte alınan TCMB para politikası kurulu kararlarının BİST 100 endeksine etkisi.* Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi.

He, D. ve Pauwels, L. L. (2008). *What prompts the People's Bank of China to change its monetary policy stance? Evidence from a discrete choice model.* Hong Kong Monetary Authority Working Paper: 06/2008.

IMF (2017). *Monetary and financial statistics manual and compilation guide 2016.* Washington DC.

IMF (2020). *Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions 2019.* Washintong DC.

Ireland, P.N. (2005). *The monetary transmission mechanism.* Federal Reserve of Boston Working Papers. No: 06-1.

Jahan, S. (2018). Inflation targeting: holding the line. *Finance & Development.* June 1, ss.72-73. Washington DC. IMF.

Joyce, M., Miles, D., Scott, A., ve Vayanus, D. ((2012). Quantitive Easing and Unconventional Monetary Policy – An Introduction. *The Economic Journal* 122. November, pp. (F271-F288). (doi:10.1111/j.1468-0297.2012.02551.x.)

Karaş, Z. (2017). 2008 Küresel Krizi Sırasında Merkez Bankaları Tarafından Uygulanan Geleneksel Olmayan Para Politikaları. *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi,* Cilt: 10, Sayı: 48, Şubat 2017.

Kaya, Z. ve Tokucu, E. (2014). Son finansal kriz öncesi ve sonrası para politikalarında gelişmeler ve merkez bankalarının değişen rolü. *International Conference on Eurasian Economies 2014.* Skopje, Macedonia. 1-3 July 2014.

King, M. (2005). *Monetary policy: practice ahead of theory.* Cass Business School, City University, London. 17 Mayıs 2005 tarihinde yapmış olduğu konuşma.

Kuyucak, H. A. (1947). *Para ve banka (2 cilt).* İstanbul: T.C. Milli Eğitim Bakanlığı İstanbul Yüksek Ekonomi ve Ticaret Okulu.

Küçüksaraç, D. ve Özel, Ö. (2012). *Rezerv opsiyonu mekanizması ve optimal rezerv opsiyonu katsayılarının hesaplanması.* TCMB Çalışma Tebliği. No: 12/32.

Lamfalussy, A. (1994). Central banking in transition. In F. Cappie, C. Goodhart, S. Fischer, N. Schandt (Eds.), *The future of central banking* (pp. 330-341). The Tercentenary Symposium of The Bank of England. Cambridge University Press 1994. Reprinted 1997. Digitally Printed Version: 2008.

Laurens;B.J. (2005). *Monetary policy implementation at different stages of market development.* IMF Occasional Paper. No:244.

Meade, E.E. & Sheets, D. N. (2005) Regional Influences on FOMC Voting Patterns. *Journal of Money, Credit and Banking.* Vol.37, No.4 (August 2005)

Mills, J. S. (?). *The Genoa conference.* London Hutchinson & Co.

Mishkin F.S. (1999). *International experiences with different monetary policy regimes*. NBER, Working Paper 6965.

Mishkin, F.S. (2000). *Para teorisi-politikası.* (Çevirenler: İ.Şıklar, A. Çakmak ve S. Yavuz). İstanbul: Bilim Teknik.

Mishkin, F.S. (2006). *Monetary policy strategy: how did we get here?* NBER Working Paper No. 12515., Ekim.

Mishkin, F.S. (2007) *Will monetary policy become of a science?* NBER Working Paper No. 3566, Ekim.

Önder, T. (2005). *Para politikası: araçları, amaçları ve Türkiye uygulaması.* Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlik Tezi.

Özatay, F. (2018). *Parasal iktisat: kuram ve politika.* (5. Baskı). Ankara: Efil.

Parasız, İ. (2007a). *Modern bankacılık-teori ve uygulama.* İstanbul: Ezgi.

Parasız, İ. (2007b). *Modern ansiklopedik ekonomi sözlüğü.* (2. Baskı). İstanbul: Ezgi.

Parasız, İ. (2009). *Para banka ve finansal piyasalar.* (Gözden Geçirilmiş 9. Baskı). İstanbul: Ezgi.

Perera, A. (2010). *Monetary policy in turbulent times: impact of unconventional monetary policies.* (https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1669948).

Sağır, S. (2011). *Effects of monetary policy on banking interest rates: interest rate pass-through in Turkey.* Orta Doğu Teknik Üniversitesi Uygulamalı Matematik Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi (İngilizce).

Samuelson, P.A. (1958). *Economics, an introductory analysis.* (4 th Edition). New York: Mc Graw Hill Book Company, Inc.

Serdengeçti, S. (2002a). *Ankara'da Siyasal Bilgiler Fakültesinde yaptığı konuşma.* 28 Kasım 2002.

Serdengeçti, S. (2002b). *Antalya'da yaptığı sunum.* 17 Aralık 2002.

Seyidoğlu, H. ve Pişkin, A. (2018). 1946-50 dönemi: liberal döneme geçiş aşaması. E.Eroğlu, B. Demirel, ve T. Dağlaroğlu (Ed.) *1923'den günümüze Türkiye'de para-kredi ve kur politikaları* içinde (ss. 51-77). Bursa: Ekin.

Soylu, N. (2013). *Merkez bankası faiz duyurularının finansal piyasalara etkisi: BİST ve VOB üzerinde bir uygulama*. Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi.

Şerefoğlu, Ş. (2014). *Para politikası kararlarının hisse senedi piyasası üzerine etkisi Bist-100 endeksine ilişkin ampirik bulgular*. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi.

TCMB (1991). *Yıllık rapor 1990.* Ankara.

TCMB (1995). *Yıllık rapor 1994.* Ankara.

TCMB (2001). *Yıllık rapor 2000.* Ankara

TCMB (2002). *2002 yılında uygulanacak para ve kur politikası ve muhtemel gelişmeler.* Ankara: 2 Ocak 2002 tarih ve 2002/1 sayılı basın duyurusu.

TCMB (2005a). *Finansal istikrar raporu.* Sayı:1, Ağustos 2005.

TCMB (2005b). *Enflasyon hedeflemesi rejiminin genel çerçevesi ve 2006 yılında para ve kur politikası*. Ankara: 05 Aralık 2005 tarih ve 2005/56 sayılı doküman.

TCMB (2007). *Para politikası aracı olarak reeskont (ve avans) işlemlerinin tarihsel gelişimi ve Türkiye uygulamaları.* Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü.

TCMB (2010). *2011 yılında para ve kur politikası*. Ankara: 21 Aralık 2010 tarihli doküman

TCMB (2011). *Türkiye cumhuriyet merkez bankasında iletişim politikalarının gelişimi.* Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

TCMB (2012). *Merkez bankası bağımsızlığı.* Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

TCMB (2013). *Parasal aktarım mekanizması.* Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

TCMB (2018). *100 soruda merkez bankacılığı*. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

Trichet, J.C. (2013). Unconventional Monetary Policy Measures: Principles-Conditions- Raison d'etre. *International Journal of Central Banking.* January 2013. pp.229-250.

Turna, F. (2014). Geçmişten Günümüze Merkez Bankaları ve Modern Merkez Bankacılığının Bir Örneği: Avrupa Merkez Bankası. *Journal of Life Economics.* Cilt:1, Sayı:1, ss.41-56.

Ugolini, S. (2018). *The historical evolution of central banking.* https://hal-univ-tlse2.archives-ouvertes.fr/hal-01887004. (Submitted on 3 Oct 2018).

Xiong, W. (2012). Measuring the Monetary Policy Stance of the People's Bank of China: An Ordered Probit Analysis. *China Economic Review,* 23. ss.512-533.

Yazgan, E. (2016). *Para politikası: bir örnek olarak Türkiye cumhuriyet merkez bankasının tepki fonksiyonunun tahmini.* İstanbul: İktisadi Araştırmalar Vakfı.

Yellen, J. L. (2012), *Revoluation and evolution in central bank communication,* Hass School of Bussiness, University of California, Berkeley California'da 13 Ekim 2012 tarihinde yapmış olduğu konuşma.

Yellen, J. L. (2013). *Commucation in monetary policy.* Society of American Bussiness Editors and Writers 50th Anniversary Conference, Washington, DC'de 04 Nisan 2013 tarihinde yapmış olduğu konuşma.

Yılmaz, D. (2010). *Küresel kriz, yeniden yapılanma ve ulusal dönüşüm.* Forum İstanbul 2010.

Yurtçu, G. (2016). *Türkiye cumhuriyet merkez bankasının politika faiz oranı kararlarının gösterge faizi oranına, borsa İstanbul bankacılık endeksine (Xbank endeksi) ve banka performansına etkileri*. Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi.

Yücememiş, B.T., Alkan, U. ve Dağıdır, C. (2015). Yeni Bir Para Politikası "Aracı" Olarak Faiz Koridoru: Türkiye'de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi,* Cilt:7, Sayı: 13, Temmuz 2015, ss. 449-478. (doi:10.14784/jfrs.02508)