



İSKENDERUN TEKNİK
ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

**YÜKSEK
LİSANS
TEZİ**

**TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ
BANKASI PARA POLİTİKASI
KURULU KARARLARININ
SEÇİLMİŞ YATIRIM ARAÇLARI
ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**

Aysun KURTOĞLU

**EKONOMİ VE FİNANS
ANABİLİM DALI**

ARALIK 2022



**TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI
PARA POLİTİKASI KURULU KARARLARININ
SEÇİLMİŞ YATIRIM ARAÇLARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ**

Aysun KURTOĞLU

**YÜKSEK LİSANS TEZİ
EKONOMİ ve FİNANSANABİLİM DALI**

**İSKENDERUN TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ**

Aralık 2022

Aysun KURTOĞLU tarafından hazırlanan TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASI KURULU KARARLARININ SEÇİLMİŞ YATIRIM ARAÇLARI ÜZERİNE ETKİLERİ adlı tez çalışması aşağıdaki jüri tarafından OY BİRLİĞİ ile İskenderun Teknik Üniversitesi Ekonomi ve Finans Anabilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Danışman: Doç. Dr. Hakan ERYÜZLÜ

İşletme ve Yönetim Bilimleri Fakültesi, Ekonomi Bölümü,
İskenderun Teknik Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum.

Başkan: Doç. Dr. Sertaç HOPOĞLU

İşletme ve Yönetim Bilimleri Fakültesi, Uluslararası Ticaret ve İşletme ABD,
İskenderun Teknik Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum.

Üye: Doç. Dr. Banu TANRIÖVER

İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Politikası ABD,
Osmaniye Korkut Ata Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum.

Tez Savunma Tarihi: 30 / 12 / 2022

Jüri tarafından kabul edilen bu tezin Yüksek Lisans Tezi olması için gerekli şartları yerine getirdiğini onaylıyorum.

.....

Doç. Dr. Ersin BAHÇECİ

Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Müdürü

ETİK BEYAN

İskenderun Teknik Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmada;

- Tez üzerinde Yükseköğretim Kurulu tarafından hiçbir değişiklik yapılamayacağı için tezin bilgisayar ekranında görüntülendiğinde asıl nüsha ile aynı olması sorumluluğunun tarafıma ait olduğunu,
- Tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi,
- Tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu,
- Tez çalışmada yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi,
- Kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı,
- Bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu,

bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim.

İmza

Aysun KURTOĞLU

...../...../.....

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASI KURULU
KARARLARININ SEÇİLMİŞ YATIRIM ARAÇLARI ÜZERİNE ETKİLERİ
(Yüksek Lisans Tezi)

Aysun KURTOĞLU

İSKENDERUN TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

Aralık 2022

ÖZET

Bu çalışma, temelde merkez bankacılığının tarih içerisinde değişimi ve gelişimini, çeşitli merkez bankaları örnekleri üzerinden açıklamış olup özellikle Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası' (TCMB) nin sistematik yapısı içerisindeki beklentiler ve hedeflemeler üzerine yoğunlaşmıştır.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) başta olmak üzere merkez bankalarının kurumsal yapıları, bağımsızlığı, hesap verebilirliği, şeffaflığı ve kamuoyu ile iletişiminin, merkez bankacılığının ana misyonu olan para istikrarının tesis edilmesi ve idamesi üzerindeki etkilerini çeşitli örnekler üzerinden açıklamıştır. Ek olarak para politikasının temel dinamiklerinden olan ve dünyanın birçok ülkesinde kabul görmüş, uygulanmış ve halen uygulanmakta olan çeşitli para stratejileri üzerine de analizlerde bulunmuştur.

Anahtar Kelimeler : Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), Para Politikası Kurulu (PPK), Enflasyon Hedeflemesi Rejimi, Yatırım Araçları, VAR Analizi

Sayfa Adedi : 122

Danışman : Doç. Dr. Hakan ERYÜZLÜ

EFFECTS OF THE MONETARY POLICY BOARD OF THE CENTRAL BANK OF
TURKEY REPUBLIC DECISIONS ON SELECTED INVESTMENT INSTRUMENTS
(M. Sc. Thesis)

Aysun KURTOĞLU

ISKENDERUN TECHNICAL UNIVERSITY
INSTITUTE OF GRADUATE STUDIES

December 2022

ABSTRACT

This study explains the change and development of central banking in history through the examples of various central banks and mainly focuses on the expectations and targets of the Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT).

It explained the effects of the institutional structures, independence, accountability, transparency, and communication with the public of central banks, especially the Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT), on the establishment and maintenance of monetary stability, which is the primary mission of central banking, through various examples. In addition, it was made analyzes on different financial strategies, which are one of the main dynamics of monetary policy and have been accepted, implemented, and still being implemented in many countries of the world.

Keywords : Bank of the Republic of Turkey (CBRT), Monetary Policy Committee
Central (PPK), Inflation Targeting Regime, Investment Instruments, VAR
Analysis.
Page Number : 122
Supervisor : Assoc. Prof. Hakan ERYÜZLÜ

TEŞEKKÜR

Yüksek Lisans çalışmalarım sırasında, kendilerinden ders aldığım bütün hocalarıma; yüksek lisans eğitimim ile tanışma fırsatı bulduğum, akademik danışmanlığımı üstlenerek bana tez sürecimin başlangıcından bitişine dek ışık olan; sonsuz bilgisinden, engin tecrübesinden faydalanma şansı bulduğum değerli hocam Doç. Dr. Hakan ERYÜZLÜ'ye; hayatımda aldığım her kararımın arkasında durup, en iyisini yapabilmem için yüreğinden desteğini benden esirgemeyen, varlığından güç aldığım sevgili eşim Ali KURTOĞLU'na; ayrıca bu sürecimde mesleki bilgileri ile bana ışık olan ablam Av. Aylin Canset ÇELİK başta olmak üzere tüm kıymetli aile fertlerime sonsuz teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

ÖZET	iv
ABSTRACT	v
TEŞEKKÜR	vi
İÇİNDEKİLER.....	vii
TABLULARIN LİSTESİ.....	xiv
ŞEKİLLERİN LİSTESİ	xv
GRAFİKLERİN LİSTESİ.....	xvi
SİMGELER VE KISALTMALAR.....	xvii
1. GİRİŞ.....	1
2.DÜNYADA MERKEZ BANKALARININ TARİHSEL GELİŞİMİ	6
2.1. Erken Dönem	6
2.2. Geçiş Dönemi	7
2.3. Yayılması	7
2.4. Dünyada Merkez Bankacılığı Örgütlenmeleri	9
2.5. 1970 Krizinden Çıkarken Merkez Bankacılığı	11
2.6. Merkez Bankaları ile Banka-Finans Kesimi İlişkileri.....	12
2.7. Merkez Bankası İletişim Politikasının Ekonomiye Etkileri	13
2.8. Bazı Önemli Merkez Bankaları	16
2.8.1. Avrupa Merkez Bankası (AMB)	16
2.8.1.1. Tarihsel Gelişimi:	16
2.8.1.2. Görev ve Hedefleri	17
2.8.2. ABD Merkez Bankası (FED)	20
2.9. Dünya’da Merkez Bankacılığının Ekonomideki Fonksiyonlarının Finansallaşmaya Etkileri	22
3. TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI	26

3.1. Kuruluşu:.....	26
3.2. 1923'ten Günümüze Türkiye'de Merkez Bankasının Tarihsel Gelişimi	27
3.3. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının Örgütlenmesi	31
3.3.1. Kurum Yapısı:	31
3.4. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB)'nin "Bağımsızlık" ve "Şeffaflık" Tanımı	34
3.4.1. Bağımsızlık.....	34
3.4.2. Şeffaflık	36
3.5. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB)'nin Hesap Verebilirliği	37
3.6. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının Kurumsal ve Teknik Yeterliliği	38
3.7. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası ve Fiyat İstikrarı.....	40
3.8. Türkiye'de 2001 Yılından İtibaren Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile Uygulanan Parasal Rejimler	42
3.9. Temel Politika Enstrümanının Seçimi ile Kısa ve Uzun Vadeli Beklentilerin Yönetilmesi	45
3.10. Para Politikaları ve Parasal Karar Alma Süreçleri.....	47
3.10.1. Ekonomilerde Uygulanan Para Politikası Rejimleri.....	48
3.11. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Gereklilikleri ve Uygulama Yöntemleri	50
3.11.1. Enflasyon Hedeflemesinin Tanımı	54
3.11.2. Enflasyon Hedeflemesinin Sağlanmasındaki Ön Şartlar.....	54
3.11.3. Enflasyon Hedeflemesindeki Operasyonel Yönler	57
3.12. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın Enflasyon Hedeflemesinin Adaptasyonu.....	58
3.12.1. Türkiye'deki Enflasyonun Yıllara Göre Gelişimi:	59
3.13. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın Enflasyon Hedeflemesine Uygun Olarak Para Politikasının Yürütülmesi	61
3.14. Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerin Ekonomik Refahlarının İncelenmesi	62
3.14.1. Almanya Örneği:	62

3.14.2. Yeni Zelanda Örneği:	61
3.14.3. Kanada Örneği:.....	62
4.TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI’NIN İLETİŞİM POLİTİKASININ GELİŞİMİ VE İLETİŞİM ARAÇLARI.....	64
4.1. TCMB’de İletişim Politikalarının ve Bekleyişlerin Yönetiminin Tarihsel Gelişimi:	65
4.2. Kurumsal Tasarım Çerçevesinde İletişim Politikaları ve Bekleyişlerin Yönetimi: 2001 Yılı Öncesi ve Sonrası	67
4.3. Para Politikası Uygulamaları Çerçevesinde İletişim Politikaları ve Bekleyişlerin Yönetimi: 2001 Yılı Öncesi ve Sonrası.....	68
4.4. TCMB’nin İletişim Araçları.....	69
4.4.1. Basın Toplantıları:	69
4.4.2. Basın Duyuruları:	70
4.4.3. Konuşmalar:	70
4.4.4. Röportajlar:.....	70
4.4.5. Konferanslar:	70
4.4.6. Resmi İnternet Sitesi:.....	71
4.4.7. Online Raporlar:	70
4.4.8. Sosyal Medya Platformları:	71
5. MERKEZ BANKASININ İLETİŞİM POLİTİKASININ ÖNEMİ VE STRATEJİLERİ	72
5.1. Merkez Bankalarının Beklenti Yönetimi ve İletişim Stratejileri	72
5.1.1. Kısa Vadede Bekleyişlerin Yönetilmesi: Öngörülebilirliğin Artırılması.....	73
5.1.2. Uzun Vadede Bekleyişlerin Yönetimi: Tutarlılık.....	74
5.2. İletişim Stratejilerindeki Benzerlik ve Farklılıkların Değerlendirilmesi.....	76
5.3. Kurumsal Politika Çerçevesi	76
5.4. Bağımsızlık, Hesap Verebilirlik ve İletişim Politikaları	76
5.5. Güvenilirlik ve İletişim Politikaları.....	79
5.6. Para Politikasının Etkinliği	78

5.7. Uyumlu ve Akılcı Bekleyişler Teorileri	80
5.7.1. Akılcı Bekleyişler: Uygulanan Politikaların Yansımaları	80
5.7.2. İletişim Stratejileri: Zorluklar ve Fırsatlar ile Yapılması Gerekenler	81
5.8. Döviz Kuru Politikaları Kapsamında İletişim Stratejilerinin Yürütülmesi	82
6. METODOLOJİ VE AMPİRİK SONUÇLAR.....	83
8. KAYNAKLAR.....	112



TABLOLARIN LİSTESİ

Tablo 6.1 Birim Kök Testleri Sonuçları.....	89
Tablo 6.2. Bai ve Perron Çoklu Kırılma Testi Sonuçları.....	90
Tablo 6.3 BIST-PPK VAR Modeli Uygun Gecikme Uzunluğu	91
Tablo 6.4. Karakteristik Polinomun Kökleri Sonuçları.....	92
Tablo 6.5. LM Testi Sonuçları	93
Tablo 6.6 BIST 100 Endeksi Varyans Ayırıştırma Sonuçları	95
Tablo 6.7 Altın-PPK VAR Modeli Uygun gecikme uzunluğu seçimi.....	96
Tablo 6.8 Karakteristik Polinomun Kökleri Sonuçları.....	97
Tablo 6.9 LM Testi Sonuçları	98
Tablo 6.10 Altın- PPK Varyans Ayırıştırma Tablosu	100
Tablo 6.11. Dolar PPK VAR Modeli Uygun gecikme uzunluğu seçimi	101
Tablo 6.12 Karakteristik Polinomun Kökleri Sonuçları.....	102
Tablo 6.13 LM Testi Sonuçları	103
Tablo 6.14 Varyans Ayırıştırma Tablosu	104
Tablo 6.15. Euro PPK VAR Modeli Uygun gecikme uzunluğu seçimi.....	105
Tablo 6.16. Karakteristik Polinomun Kökleri Sonuçları.....	106
Tablo 6.17. LM Testi Sonuçları	107
Tablo 6.18. Varyans Ayırıştırma Sonuçları.....	109

ŞEKİLLERİN LİSTESİ

Şekil 6.1. Karakteristik Polinomun Kökleri Sonuçları	92
Şekil 6.2. Karakteristik Polinomun Kökleri Sonuçları	97
Şekil 6.3. Karakteristik Polinomun Kökleri Sonuçları	102
Şekil 6.4. Karakteristik Polinomun Kökleri Sonuçları	106



GRAFİKLERİN LİSTESİ

Grafik 6.1. BIST-PPK Etki-Tepki Grafikleri.....	94
Grafik 6.2. Altın-PPK Etki-Tepki Grafikleri	99
Grafik 6.3. Dolar – PPK Etki Tepki Grafikleri.....	103
Grafik 6.4. Euro-PPK Etki Tepki Grafikleri.....	108



SİMGELER VE KISALTMALAR

Bu çalışmada kullanılmış simgeler ve kısaltmalar, açıklamaları ile birlikte aşağıda sunulmuştur.

Kısaltmalar

Açıklamalar

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AMB	Avrupa Merkez Bankası
AMICO	Accounting and Monetary Income Committee
BANCO	Banknote Committee
BDDK	Bankacılık Denetleme ve Değerlendirme Kurumu
BOE	Bank of England
BOF	Bank of France
BOI	İtalya Merkez Bankası
BOS	Bank of Spain
BUCOM	Budget Committee
COMCO	Committee on controlling
ECB	European Central Bank
FED	Federal Reserve
FOMC	Federal Open Market Committee

FSC	Financial Stability Committee
GEGP	Güçlü Ekonmiye Geçiş Programı
HRC	Human Resources Conference
IAC	Internal Auditors Committee
IMF	International Money Found
IRC	International Relations Committee
KİT	Kamu İktisadi Teşebbüsü
LEGCO	Legal Committee
MOC	Market Operations Committee
MPC	Monetary Policy Committee
PBOC	Public Bank of China
PSSC	Payment and Settlement Systems Committee
RMC	Risk Management Committee
SNB	Switzerland National Bank
STC	Statistics Committee
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi

1.GİRİŞ

Merkez bankaları ülkelerin ekonomik gelişmelerine paralel olarak ortaya çıkmış olup ülkelerin para politikalarını ve banka-finans organizasyonlarını kontrol etmek üzerine görevlendirilmiş kurumlardır. Bu yapıları ile diğer kamu ve özel bankaların üzerinde bir konumdadırlar. Merkez bankaları, isminden de anlaşılacağı üzere para ve bankacılık işlerinde diğer bankaların sistematik anlamda merkezinde konumlanmışlardır ve para piyasalarına yön verirler. Merkez bankalarının asli hedeflerinden olan para politikalarına olan gereksinim, para arzının, faiz oranının, ortaya çıkan fiyat enflasyonunun belirlenmesi ve fiyat istikrarının sağlanmasına ilişkin ihtiyaçtan doğmuştur. Bu anlamda merkez bankalarının politikalarının, uygulamalarının ve aldığı kararların küresel anlamda önem arz eden hususların başında geldiği söylenebilir. Dünya üzerinde finans ve finansallaşma alanında oldukça etkin olan merkez bankaları, yıllar içinde para politikalarının tatbik edilmesi ve para basımı öncelikli olmak üzere, ülkelerin para sisteminden sorumlu kurumlar olmuşlardır. Ülkeler açısından oldukça öneme sahip olan merkez bankalarının sayısı yaklaşık yüzyıl önce 18 iken, günümüzde 200'e yakındır. Merkez Bankasının ana maksadı ülkenin ekonomik açıdan kalkınmasına destek olmaktır. Bu kapsamda, para piyasasının düzenini tesis etmek, banknot basmak, reeskont oranlarını belirlemek, hazine işlemlerini yerine getirmek konularında görevlendirilmiştir.

Modern anlamda merkez bankacılığı anlayışı, "Bank of England"ın kurulmasıyla başlamıştır. Ayrıca Merkez bankalarının diğer ülkelerde kuruluş fikri, ekonomi sistematığının önemli oranda etkilenmeye başlaması ile beraber etkin bir para politikasına ihtiyaç duyulması neticesinde ortaya çıkmıştır. Dünya ekonomisinde etkin bir statüye sahip merkez bankaları denildiğinde Amerika Merkez Bankası (FED) ve Avrupa Merkez Bankası (ECB) akla gelmektedir. Türkiye'de ise, Türkiye Cumhuriyeti kurulduktan sonra 30 Haziran 1930'da Resmî Gazete'de yayımlanan 1715 sayılı Merkez Bankası Kanunu'na dayanılarak, 3 Ekim 1931 tarihinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) kurularak faaliyetlerine başlamıştır. TCMB günümüzde toplam 21 adet yurt içi şube ve 7 yurt dışı temsilciliği ile örgütlenmiştir.

Merkez bankalarının asli olarak gerçekleştirmeleri gereken görevlerinin başında ulusal para biriminin değerinin stabilitesi ve fiyat istikrarı gelir. Bu görevin icrası esnasında bağımsız olarak çalışmak en önemli hususlardandır. TCMB'nin şeffaf olması da ekonomik istikrara

hizmet edeceğinden milli menfaatlere uygun olan bir hareket olup dolayısıyla hükümet politikalarını da olumlu etkileyebilmektedir. Bu kapsamda hükümetlerin de şeffaflık konusunu desteklemesi ve hem ulusal hem de uluslararası sahada TCMB'nin itibar artışının dolaylı ve direkt etkileri ile Türkiye Cumhuriyeti'nin milli beka ve istikrarını etkileyeceği değerlendirilebilir. Bu şeffaflığın tesisi için ise hesap verebilirlik önem arz eden hususlardan biridir.

Özellikle 2001 yılında Türkiye'de yaşanan krizin etkilerinden kurtulmak için TCMB politikalarında değişikliğe gidilmiş ve tarihsel süreçte 2001 yılı öncesi ve sonrası denilebilecek kırılma gerçekleşmiştir. Bu çalışma ile özellikle bu süreçlerde yapılan politikaların gelişiminden dünyada ve Türkiye'de merkez bankasının tarihsel gelişiminden ve örgütlenmelerinden bahsedilmesi ile Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının iletişim politikasının ortaya konulması ve ampirik bir çalışma ile elde edilen sonuçların analizi yapılarak önerilerde bulunulması amaçlanmıştır.

Çalışmanın birinci bölümünde merkez bankacılığı, örgütlenmesi, geçiş dönemi, yayılması, modern anlamda merkez bankacılığı anlayışı, Modern anlamda merkez bankacılığı anlayışı ve merkez bankasının kuruluş amaçları, asli görevleri, kuruluşundan bu yana tarihsel sürecinden ve Türkiye'deki örgütlenmelerinden bahsedilmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde ise dünyada merkez bankacılığının tarihsel gelişimi, geçiş ve yayılma dönemleri, dünyadaki örgütlenmeleri, 1970 krizinde merkez bankacılığı, merkez bankalarının banka finans kesimleri ile olan ilişkileri, bazı önemli merkez bankaları; FED, ECB bunların organizasyon yapıları ve tüm dünya üzerindeki merkez bankalarının ekonomideki fonksiyonlarının finansallaşmaya olan etkilerinden bahsedilmiştir.

Tezin üçüncü bölümünde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası kuruluşu, 1923'ten bu yana tarihsel gelişimi, merkezi teşkilatı, kurum yapısı, yönetimi, şubeleri, yurtdışı temsilcilikleri detaylı anlatılmıştır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının temel görevleri ve yetkileri, fonksiyonları, merkez bankasının doğrudan ve dolaylı para politikası araçları, merkez bankalarının analitik bilançoları, merkez bankasının bağımsızlığı şeffaflığı, hesap verilebilirliği ve bu bağımsızlığın büyümeye, enflasyona ve bütçe açığına etkileri; merkez bankası bağımsızlığının makroekonomik sonuçları detaylıca incelenmiştir. Özellikle fiyat istikrarı temel amacı ve finansal istikrar amaçları üzerinde durularak, ikisi arasındaki benzerliklere ve farklılıklara değinilmiştir. Güçlü ekonomiye geçiş programı ile uygulanan

parasal rejimler, parasal karar alma süreçleri; parasal hedefleme, döviz kuru hedeflemesi, enflasyon hedeflemesi gibi rejimlerden bahsedilmiştir. Enflasyon hedeflemesinin önemi gerekliliği, önceliği, uygulamalarındaki operasyonel yöntemlerden bahsedilmiştir. Bununla birlikte enflasyon hedeflemesinde Türkiye'nin uygulamaları derinlemesine analiz edilmiş olup, Türkiye'nin enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş süreci, açık ekonomilerde enflasyon hedeflemesi modeli, Türkiye'deki enflasyonun yıllara göre değişimi, gelişimi, enflasyonun toplam arz, toplam talep ve para arzı ile olan ilişkisi ile Türkiye'nin uyguladığı istikrar programları detaylıca anlatılmaktadır. Daha sonra, enflasyon hedeflemesi uygulayan Almanya, Yeni Zelanda ve Kanada gibi ülke deneyimlerine yer verilmektedir.

Çalışmanın dördüncü bölümünde ise tezimizin ana araştırma konusu olan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın reel sektör iletişimlerin politika işleyişi ve iletişim araçları üzerinde durulmuştur. İletişim politikalarının ve beklentilerin tarihsel gelişimi araştırılmıştır. İletişim politikalarının 2001 yılı öncesi ve sonrası işleyişi, para politikasının uygulamalarına olan etkilerinden bahsedilmiştir. TCMB'nin iletişim araçları yöntem bazında incelenmiş olup, iletişim politikasının önemi ve stratejilerinden bahsedilmiştir.

Çalışmamızın son bölümünde ise Merkez bankalarının beklenti yönetimi ile kısa ve uzun vadede beklentilerin yönetilmesi, İletişim stratejilerindeki benzerlik ve farklılıkların değerlendirilmesi, kurumsal politika çerçevesi ve uyumlu ve akılcı beklentiler teorilerinden bahsedilmiştir.

Çalışmamızın metodoloji kısmında ise TCMB para politikası kararlarının popüler finansal yatırım araçları üzerindeki etkisini incelenmiştir. Çalışmadaki veriler Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden temin edilmiştir. Veriler 01.01.2006 – 31.12.2021 arası günlük verilerdir. 2006 yılının başlangıç olarak seçilmesinin nedeni TCMB'nin 2006 yılı başlangıcında Açık Enflasyon Hedeflemesi uygulamasına geçmiş olmasıdır. Verilerin finansal yatırım araçları tarafı; BIST 100, Dolar, Euro ve Altın verilerinden oluşmaktadır. Çalışmada kullanılan diğer veri seti ise PPK kararları neticesinde oluşturulan kukla değişken serisidir. Bu seride PPK kararının açıklandığı günler “bir” diğer aylar “sıfır” olarak oluşturulmuştur. Ayrıca BIST 100, Dolar, Euro ve Altın serileri aşağıdaki formül yardımıyla getiri serileri haline dönüştürülmüştür ve analizde bu şekilde kullanılmıştır. Çalışmada Türkiye'deki PPK kararlarının finans piyasalarındaki esas yatırım araçları olan BIST100, Euro, Dolar, Altın arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla; öncelikle

serilerin birim kök analizleri yapılmıştır. Sonraki aşamada seriler arasındaki ilişkiler yapısal VAR modeli ile analiz edilmiş ve politika önerileri geliştirilmiştir. Tüm serilere birim kök testleri uygulanmıştır. Analizde serilerin durağanlığı; Augmented Dickey Fuller (ADF), Phillips-Perron (PP) ve Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) yöntemleriyle incelenmiştir. Çalışmada ayrıca BIST 100, dolar, Euro ve altın serilerinin kırılma tarihleri incelenmiştir. Bu amaçla, Bai ve Perron çoklu yapısal kırılma analizi kullanılmıştır. Bai ve Perron yaptıkları çalışmalarında çoklu yapısal kırılma-regresyon testi dinamik programlamaya göre dizayn etmiş olup, En küçük Kareler (EKK) ile tahmin edilen doğrusal regresyon modelinde kırılma zamanlarını tahmin ederek, sonuç olarak hata kareleri toplamını minimizasyonunu sağlayan bir algoritmaya dayanmaktadır. Birim kök testi sonuçlarına göre; ADF, PP ve KPSS testlerinde aynı sonuçlara ulaşılmıştır ve bu kapsamda tüm serilerin getiri oranı halleri seviyelerinde sabitli ve trendli olarak durağan olarak bulunmuştur. Analizin bir sonraki aşamasında BIST100, dolar, euro ve altın getiri oranı serileri için kırılma tarihleri belirlenmiştir. Belirlenen kırılma tarihleri ile PPK kararları arasında anlamlı ilişkiler olup olmadığı araştırılması amaçlanmıştır. Çalışmanın ana amacı TCMB para politikası kararlarının popüler finansal yatırım araçları üzerindeki etkilerini incelemektedir. Söz konusu etkiler özellikle PPK'nun beklenmedik/ şok kararlarının açıklanması sonunda kısa süreli etkiler ve PPK'nın beklendik kararlarının kısa süreli etkileridir. Söz konusu etkilerin varlığı ya da yokluğu PPK kararlarının etkileri hakkında bilgi vermektedir. Bu amaçla yapılan ampirik analizler sonunda PPK kararlarının BIST-100, altın, dolar ve euro ile ilişkileri belirlenmiş ve şu sonuçlara ulaşılmıştır;

BIST 100 – PPK ilişkisi sonuçlarına göre PPK kararlarının BIST-100 endeksi üzerinde zayıf etkileri gözlemlenmiştir. Bu zayıf etkiler dönemler uzadıkça kaybolmaktadırlar. Bu durumda PPK kararlarının BIST-100 üstünde çok kısa süreli ve çok zayıf etkileri olduğu sonucu çıkarılmaktadır. Altın – PPK ilişkisi sonuçlarına göre PPK kararlarının altın değişimleri üzerinde neredeyse hiç etkisi tespit edilmemiştir. Bu durumda altın yatırımcılarının PPK kararlarını dikkate almadıkları sonucu çıkarılabilir. Dolar – PPK ilişkisi sonuçlarına göre PPK kararları dolar üzerinde çok kısa dönemde etkili olurken daha sonra etkisi ortadan kaybolmaktadır. Bu durumda PPK kararlarının dolar üzerinde ani şoklara neden olduğu fakat belli bir süre sonunda piyasaların kolaylıkla bu kararı içselleştirdiği anlaşılmaktadır. Daha uzun zamanda ise PPK kararlarının dolar üzerindeki etkisi tamamen kaybolmaktadır. Euro – PPK ilişkisi sonuçlarına göre PPK kararları, tıpkı

dolar ile olan ilişkilerdeki gibi, euro üzerinde çok kısa dönemde etkili olurken daha sonra etkisi ortadan kaybolmaktadır. Bu durumda PPK kararlarının dolar üzerinde ani şoklara neden olduğu fakat belli bir süre sonunda piyasaların kolaylıkla bu kararı içselleştirdiği anlaşılmaktadır. Daha uzun zamanda ise PPK kararlarının euro üzerindeki etkisi tamamen kaybolmaktadır. Bu aşamada beklenen bir sonuç olarak dolar ve euronun yüksek korelasyonlu olduğu sonucuna varabilir. Bir başka kayda değer sonuçta PPK'nın kendi kararları üzerinde de bir süre sonra etkisiz olduğudur. Bu durumda PPK kararlarının önceki kararlarından bağımsız olabileceği ya da kararları alınmasına neden olan/geliştirilen politikaların çokça değişmiş olabileceği anlamına gelmektedir.



2.DÜNYADA MERKEZ BANKALARININ TARİHSEL GELİŞİMİ

Dünyada merkez bankası süreci 1668 yılında İsveç'te kurulan Swedish Riksbank'ın 1668 yılında anonim şirket şeklinde bir ticaret bankası konumunda iken, devlete fon desteği vermeye başlaması ve diğer ticaret bankaları ile takas merkezi görevi alması ile başlamıştır. Sonrasında ise 1694'te Bank of England'ın kurulmasıyla merkez bankası hükümet üzerindeki borçları üstlenmeye başlamıştır. O tarihlerde Avrupa bünyesinde kurulmuş olan merkez bankaları genel olarak hükümet bankası olarak görev yapmıştır. Lakin bunlardan bazıları farklı ekonomik problemlerle de ilgilenmişlerdir. İlk merkez bankaları kuruldukları yıllar ve ülkelerin ekonomik şartları itibari ile para basma ve kur değerinin belirlenmesi konusunda monopoldüler. Hükümetin borçlarına yönelik fon aktarmanın dışında diğer bankaların nakitlerini tutma, bankalar arası işlemlerde kolaylık sağlama ve bankerler arasında işlem yürütme gibi görevler yaptıkları görülür (Cukierman, 1994).

2.1. Erken Dönem

Merkez bankacılığının hikâyesi on yedinci yüzyıla kadar gider. İlk merkez bankaları, anonim bankalar olacak şekilde kurulmuştur. Yetkilendirme olarak ise devlet ait olan fonların ödünç verilmesi ve yapılacak olan tüm ticaretler için ise takas için yetkili bir kurum olarak görevlendirilmiştir. Daha sonra Avrupa'da sayıları giderek artan merkez bankaları parasal düzensizlikle başa çıkmayı amaç edinmişlerdir. Fransız Devrimi esnasında 1800 yılında Napolyon tarafından ve yaşanan aşırı enflasyonun sonucunda düşen para istikrarının tekrardan kazanılması için kurulan Banque de France bunun en iyi örneklerinden biridir. İlk merkez bankaları, para birimi işlevi gören özel banknotlar çıkardılar ve genellikle bu tür banknot ihraçları üzerinde tekelleri vardı (Turna, 2014: 42).

Bu erken dönem merkez bankaları, hükümetin borcunun finansmanında yardımcı olurken, diğer taraftan da bankacılık faaliyetlerinde bulunan özel kuruluşlardı. Mevcut olan başka bankaların mevduatları ellerinde olduğundan, bankacılar için banka olarak hizmet etmeye, bankalar arasındaki işlemlerin basitleştirilmesini yahut diğer bankacılık hizmetlerini sunmaya başladılar. Geniş rezervleri ve geniş banka networkleri sayesinde bankacılık sistemindeki birçok bankanın deposu haline geldiler. Bu durum, yaşanacak bir mali krize karşı, son çare olarak borç veren olmalarını sağladı. Başka bir anlatımla, mali kriz

zamanlarında bankacılık ağırları için acil nakit tedariki yapar hale geldiler (Üzar ve Başoğlu, 2017: 141).

2.2. Geçiş Dönemi

Federal Rezerv Sistemi, yirminci yüzyılda ortaya çıkan daha sonraki bir merkez bankası dalgasına aittir. Bu organizasyonların ilk amacı insanların para birimi için kullandığı çeşitli argümanları birleştirmek ve finansal istikrarı sağlamak adına yaratıldı. Birçoğu, çoğu ülkenin bağlı olduğu altın standardını yönetmek için de yapıldı. 1914'e kadar geçerliliğini koruyan altın standardı, tüm ülkelerin para birimini sabit bir altın ağırlığı türünden adlandırması anlamına geliyordu. Merkez bankaları, tüzüklerinin koyduğu kurallar gereği, notlarının altına çevrilebilmesini sağlamak adına yüksek derecede altın rezervini elinde tuttu. Ödemeler konusunda yaşanan dengesizlik açığı veya koşulların olumsuz olması gibi nedenlerle azalan kaynaklarının toparlanması için iskonto oranlarını (başka bankalara verilecek borçlarının faiz oranları) yükseltirlerdi. Bunu yapmak, faiz oranlarını daha genel olarak yükseltecek, yabancı yatırımı çekecek ve böylece ülkeye daha fazla altın getirecektir. Merkez bankaları, altın standardının, altının konvertibilitesini diğer tüm hususların üzerinde tutma kuralına bağlı kaldı. Altın konvertibilitesi, ekonominin nominal çapa işlevi gördü. Bankaların arz edebilecekleri para miktarı, yedekte tuttıkları altının değeriyle sınırlıydı ve bu da genel fiyat düzeyini belirledi ve fiyat düzeyi, uzun vadeli değeri piyasa güçleri tarafından belirlenen bilinen bir emtiaya bağlı olduğundan, gelecekteki fiyat düzeyine ilişkin beklentiler de buna bağlıydı. Bir anlamda, erken dönem merkez bankaları fiyat istikrarına sıkı sıkıya bağlıydı. Merkez bankacılığının modern hedeflerinden biri olan reel ekonominin gücü hakkında çok fazla endişelenmediler çünkü altın standardına bağlı kalma yükümlülükleriyle kısıtlandılar (Çağlar ve Dışkaya, 2018: 5-6).

2.3. Yayılması

Amerika'da 19. yy. ın başında Bank of England modeli örnek alınarak iki kez merkez bankası kurma faaliyeti gerçekleşmiştir. Bunlardan ilki "The Bank of United States (1791-1811)", diğeri "Second Bank of the United States (1816-1836)" adını almıştır. Ancak Amerika'da merkeziyetçi olan Bank of England modeli uygulanamamıştır.1907 yılında mevduat sahipleri büyük maddi kayıplarla karşılaşmıştır ve bu durum Federal Reserve (FED)'in 1913 yılında kurulma sürecine ön ayak olmuştur (Bordo, 2007: 1).

1914 yılından önce piyasada hâkim olan altın standardı, merkez bankalarını önemli miktarda altın rezervi bulundurmaya ve para basma faaliyetinde nakdin karşılığını altın olarak bulundurmaya itmiştir. Bu sebepten ötürü piyasada oluşan fiyat büyük ölçüde altına bağlı olduğu için ilk merkez bankalarının hedefi sadece fiyat istikrarını sağlamak olduğu öngörülmektedir. 1914 ile 1945 yılları arasında yaşanan iki büyük dünya savaşı dünya üzerinde yaşanan ekonomi politikalarını ve doğal olarak merkez bankacılığını fazlasıyla etkilemiştir. Bu dönem içinde yaşanan şokun ve paniğin atlatılması maksadıyla gerek duyulan şey likiditenin merkez bankalarınca sağlanmasıydı. İlk dönemlerde bu merkez bankaları tarafından altın üzerinden sağlanırken ilerleyen dönemde bu durum sürdürülemez kâğıt para basımı ile devam etmiştir (Kindleberger, 1993).

1944 yılıyla beraber ABD'nin öncülüğünde Bretton Woods para sistemi uygulamaya başlanmıştır. Bu sistem vasıtasıyla o zamana kadar altın ve sterlinin etkisi altındaki para politikası halen etkisini devam ettiren dolara endeksli bir hal almaya başlamıştır. Bu kapsamda ABD Merkez Bankası (FED) diğer ülke Merkez Bankalarına dolar arzları karşılığında altın taahhüdünde bulunarak dünya merkez bankası rolüne bürünüyordu. 1971 ve 1973'te meydana gelen dolar devalüasyonları Bretton Woods olarak adlandırılan sisteme son vermiş olup Batı Avrupa ve Japonya ulusal paraları dolar karşılığında önem kazanmaya başlamıştır. Bu durumun neticesinde piyasalarda Fransa, İngiltere, Almanya, İsviçre, Hollanda, İsveç, Belçika ve Japonya gibi sanayisi gelişmiş ülkeler bankacılık olarak ABD ile rekabet edecek bir hale gelmişlerdir (Meulendyke, 1998).

Bretton Woods sisteminin etkisini kaybedip dalgalı kur sistemi uygulanmaya başlanmasıyla merkez bankalarının para politikalarında, stratejilerinde ve araçlarında önemli sayılabilecek değişiklikler meydana gelmiştir. Günümüzde uygulanan modern merkez bankacılığının temelleri atılmıştır. Merkez bankacılığı tarihi bakımından, 1980'li yıllar bağımsızlık ve para politikası stratejileri bakımından bir geçiş dönemi, 1990'lar ise merkez bankası bağımsızlığının olağanüstü önemli, para politikası stratejisi olarak da "enflasyon hedeflemesi" sisteminin yaygınlaştığı bir dönem olmuştur (Önder, 2005:20).

Merkez Bankaları diğer Asya ülkelerinde gelişmeye başlamış ve zaman içerisinde bu gelişimini devam ettirmişlerdir. 1998 yılında Avrupa Birliği ülkeleri ortak para birimi olan 'Euro'ya geçmişler ve merkez bankaları, Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank-

ECB) adı ile birleşmiştir ve halen 27 üyesi bulunmaktadır. Takip eden yıllar içinde diğer dünya ülkeleri de kendi merkez bankalarını kurmuşlardır. 1950’de 59 olan merkez bankası sayısı, 1990’da 161’e yükselmiştir (Capie, 1995: 4). Günümüzde ise dünyada 190’ın üzerinde merkez bankası olduğu bilinmektedir.

2.4. Dünyada Merkez Bankacılığı Örgütlenmeleri

İki dünya savaşı arasında meydana gelen çeşitli ekonomik, siyasi ve sosyal değişimler merkez bankacılığını daha da ön plana çıkarmıştır. Bank of England kurulduğunda, Büyük İttifak’ın (Kutsal Roma-Cermen İmparatorluğu, İngiltere, Hollanda, İspanya, İsveç, İskoçya) Fransa’ya karşı savaşını (1689-97) finanse etmek için William-III hükümetine bankanın tüm sermayesinin miktarı olan 1,2 milyon sterlinlik bir kredi vermesine karşılık hükümet, Bank of England’a madeni para ve külçe altın satın alma ve satma, kambiyo senetleri ile işlem yapma, kendi banknotlarını basma ve kredi verme hakkı dahil olmak üzere genel bankacılık işlerini yürütme izni vermiştir. Banka iç tüzüğünün müteakip dönemler için bu izni uzatmaları, hükümete verilen ek kredilerle aynı zamana denk gelmiştir. Böylece, İngiltere Bankası başından beri hükümetin bankası olarak hizmet etmiştir. Bank of England’ın bu durumu nedeniyle, ticari bankalar kısa süre sonra mevduatlarını orada tutmayı başlayıp, ihtiyaç duyulan zamanlarda mevduatlarından nakit çekimi ile senet temini sağlamışlardır (Ajayi, 1999: 12). Ayrıca Merkez bankalarının diğer ülkelerde kuruluş fikri, ekonomi sistematığının önemli oranda etkilenmeye başlaması ile etkin bir para politikasına ihtiyaç duyulması neticesinde ortaya çıkmıştır. Bu durum modern dünyada ekonomik sistemlerin gelişimi ve idamesi açısından göz ardı edilemeyecek oranda bir önem teşkil etmektedir.

Modern dünyadaki otoritelerce ön plana çıkmış merkez bankalarından bazıları şunlardır:

1. Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası (FED): Federal Reserve ya da FED olarak da bilinen ABD Merkez Bankası, 23 Aralık 1913’te kurulmuş olup merkezi Washington’da bulunmaktadır. Banka, talimat üzerine basılan Amerikan dolarının dağıtım yetkisini elinde bulundurur. Başlıca görevleri arasında, banka rezervlerine yönelik depo vazifesi yapmak, kısa vadeli olan fon açıklarını, dönemsel konjonktürleri veya olağandışı likidite taleplerini karşılamak için diğer bankalara kredi sağlamak, bankalar arası tahsilat ve takas işlerini düzenlemek, ulusal para birimi olan ABD dolarını genel dolaşıma dâhil etmek, federal

hükümetin mevduat hesaplarını yönetmektir. 12 adet federal rezerv bölgesini bünyesinde bulundurmaktadır (Karadağ, 2007).

2. Avrupa Merkez Bankası (ECB): Avrupa Para Birliği'nin teşkili neticesinde 1 Haziran 1998'de faaliyetlerine başlamıştır. Kullanılan para birimi Euro'dur. 'Avrupa Merkez Bankaları Sistemini' Avrupa Birliği (AB) üyeleri oluşturmaktadır. Başlıca görevleri, Avrupa Birliği'nin para politikasının tesisi ve idamesi, döviz hareketlerini yönlendirmek suretiyle ödeme sistemlerinin düzgün çalışmasını sağlamak, Euro'yu üye ülkelere ihraç etmek ve korumak, üye ülkelerde fiyat istikrarı sağlamak ve faiz oranlarını belirlemek olan bankanın merkezi Frankfurt'tadır. Tam bağımsız olarak çalışan Avrupa Merkez Bankası'nın işleyişine, üye ülke hükümetleri, hiçbir suretle müdahalede bulunamaz ve etki edemezler. Bu duruma rağmen Avrupa Merkez Bankası, AB üye ülke hükümetleri ve onların merkez bankaları ile sıhhatli bir iş birliği kapsamında çalışır (European Central Bank [ECB], 2011).

3. Japonya Merkez Bankası (BOJ): 1882 yılında kurulan Japonya Merkez Bankası'nın (Bank of Japan) Merkezi Tokyo'da yer almaktadır. Banka ulusal para birimi olan 'Yen' banknot, madeni paralarının piyasaya dağıtımından, ekonomik sistemin istikrarından, para ve kur politikasını uygulamak ve yürütmekten sorumludur. Japonya Bankası, Avrupa Merkez Bankası, Federal Rezerv Sistemi (FED) ile dünyanın en etkin merkez bankalarından biridir (Shizume, 2018:6).

4. Çin Halk Cumhuriyeti Merkez Bankası (PBOC): Çin Merkez Bankası (PBOC), 1 Aralık 1948'de kurulmuş olup başlıca vazifeleri ülkenin para politikası yürütmek ve finans kurumlarını denetlemektir. Merkezi başkent Pekin'de sınırları içinde yer almaktadır.

5. Almanya Merkez Bankası (Deutsche Bundesbank): Federal Almanya'nın merkez bankası olan Deutsche Bundesbank'ın merkezi Frankfurt'tadır. 1957'de kurulmuştur. 2002 yılında Euro bölgesinin kuruluşuna kadar Almanya'nın o dönemki para birimi olan 'Deutsche Mark' basmıştır. Görevlerinin çoğunu Avrupa Merkez Bankası'na devretmesine rağmen varlığını güçlü şekilde sürdürmektedir (Turna, 2014: 42).

6. Fransa Merkez Bankası (BOF): Bank of France, Fransa'nın merkez bankasıdır. 1800 yılında kurulmuş olan BOF 1998 yılında Avrupa Merkez Bankası'na katıldı. Merkezi başkent Paris'te bulunmaktadır.

7. İtalya Merkez Bankası (BOI): İtalya'nın merkez bankası olan Bank of Italy 1893 yılında

kurulmuştur ve cari durumda Avrupa Merkez Bankaları Sistemi'ndeki aktörlerden birisidir. Banka merkezi başkent Roma'dadır. İtalya Merkez Bankası, 2.451,8 ton altın ile dünyanın üçüncü büyük altın rezervine sahiptir.

8. İngiltere Merkez Bankası (BOE): İngiltere Merkez Bankası (BOE), Birleşik Krallık merkez bankasıdır. 27 Temmuz 1694 tarihinde kurulan BOE, İsveç Ulusal Bankası'ndan sonra en eski ikinci merkez bankasıdır. Merkezi başkent Londra'da bulunmaktadır.

9. İspanya Merkez Bankası (BOS): İspanya Merkez Bankası (BOS), Kral Charles III tarafından 1782 yılında Madrid'de kurulmuş olup cari durumda Avrupa Merkez Bankaları Sisteminin üyelerinden birisidir ve aynı zamanda İspanya'nın Merkezi Denetim Mekanizması dâhilinde bankacılık denetimi konusunda ulusal yetkili otoritesidir. Faaliyeti İspanya Merkez Bankası Özerklik Yasası tarafından düzenlenmektedir.

10. İsviçre Merkez Bankası (SNB): Dünyanın en eski merkez bankalarından birisi olan İsviçre Merkez Bankası (SNB) İsviçre'nin para politikasından sorumlu olup İsviçre Frangı'nın tek ihracatçısıdır. Başlıca görevi, ekonomik gelişmeleri dikkate alarak fiyat istikrarını sağlamaktır. Biri Bern, diğeri Zürih'te olmak üzere iki adet merkez ofisi bulunmaktadır.

2.5. 1970 Krizinden Çıkarken Merkez Bankacılığı

1970 yılı itibariyle petrol şokları olarak nitelenen petrol krizinin sebep olduğu fiyat artışları ve yüksek enflasyon dünya genelinde ekonomik krizleri de beraberinde getirdi. Bu durumun etkisiyle hem gelişmiş ülkelerde hem de gelişmekte olan ülkelerde neo-liberalizm odaklı ekonomi politikaları daha da yaygınlaşmıştır. Neo-liberal politikaların en önemli önerisi, devlet erkinin sosyal ve ekonomik süreçlere yönelik etkisini asgari düzeye indirilmesidir. Bu kapsamda, bahse konu bu politikalar devlet erkinin düzenleme araçları vasıtasıyla her türlü ekonomik süreçteki düzenleme rolünün merkez bankasına ve diğer ekonomi bileşenlerine bırakılmasını önermektedir. Bu politikaların merkez bankacılığı üzerindeki etkisi ise en fazla merkez bankasının bağımsızlığı fikrine yönelik olmuştur (Oyan, 1997: 61-62). Neo-liberalizm politikasının etkinliğinin artmasıyla özellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerine yönelik çeşitli uygulamalar söz konusu olmuştur. Bu uygulamalar, istikrar politikalarını, kısa vadeli dış borçlar dengesini, uzun vadeli yapısal dönüşümleri ve bunlarında etkisiyle dışa açılmayı öngörmektedir (Sönmez, 1986: 100-101).

1970 küresel finans krizinin akabinde gelişen bu durumların ardından merkez bankacılığı eski görüntüsünden oldukça uzak bir imaj çizmiştir. Kriz, kuşkusuz, bu kurumun tarihindeki nadir etkin olaylardan biri olarak görülmüştür. İlk bakışta, merkez bankaları politika kurumları arasında en kazançlıları gibi görünmüş olup küresel anlamda finans sisteminin kurtarıcısı olarak görüldüler. Bununla beraber yetkilerinde de önemli gelişmeler meydana geldi. Kriz öncesi, merkez bankalarının görevi olan kısa vadeli bir faiz oranını kontrol ederek enflasyonu dar bir aralıkta tutmak kavramı oldukça basit görülüyordu (Goodhart ve diğerleri, 2014: 189). Buradan hareketle merkez bankaları, bilançolarını agresif bir şekilde çeşitli “geleneksel olmayan” para politikalarına yönlendirerek, faiz oranı politikasının çok ötesine ulaştıklarını gördüler. Sonuç olarak, kamu sektörü borçlarının şiştiği, para ve maliye politikası arasındaki çizginin bulanıklaştığı görülmektedir (Goodhart, 2010).

2.6. Merkez Bankaları ile Banka-Finans Kesimi İlişkileri

Merkez bankaları çeşitli araçlar kullanarak piyasaya müdahale edebilir. Politikasında ve araçlarını belirlemede büyük oranda bağımsız olan merkez bankaları piyasanın ihtiyaçlarını göz önünde bulundurarak hareket eder. Ekonomi politikasının alt bileşenlerine bakarsak, faize yönelik politikaların tümü, açık piyasa işlemleri ve karşılık politikaları olarak gruplandırılabilir. Ayrıca merkez bankaları, finansal sistem içerisinde bankaların üstü bir konumda bulunarak işleyişin en etkin elemanı olmak suretiyle, bütçe açıklarına yönelik kontrol için hükümetlerin fon kaynağı görevini icra etmektedir. Faizler üzerinden bir plan yapılırsa, fonlama faizinden düşük bir faiz ile piyasaya sürülen paranın tamamı, ekonomik anlamda canlanmayı tetikleyecektir. Öte yandan açık piyasa işlemleri aracılığıyla düzenleme yapmayı amaçlayan merkez bankaları, piyasada bulunan nakit tahvil ihracı yaparak ve/veya satın alarak kontrol altında tutabilirler. (Yüret. 2019: 10)

Merkez bankalarının hem denetim hem de işletim görevlerinden kaynaklı diğer bankalar üzerinde otoritesi vardır. Buna ek olarak diğer bankalar merkeze bağımlı konumda bulunmaktadır. Buradan hareketle, merkez bankalarının varlığının ve sistematik politikalar geliştirmesinin, bankalar başta olmak üzere, modern dünya da bankalara endeksli hareket etmek mecburiyetinde bulunan tüm finans piyasası bileşenlerinin varlığını ve idamesini önemli ölçüde etkilediği görülmektedir.

2.7. Merkez Bankası İletişim Politikasının Ekonomiye Etkileri

Merkez bankası iletişimi, merkez bankasının para politikasının amaçları, para politikası stratejisi, ekonomik görünüm ve politika kararları hakkında kamuoyuna bilgi sağlaması olarak tanımlanabilir. Merkez bankası iletişimi çeşitli kanalları kullanabilir. Bunlar; basın toplantıları, raporlar, aylık bültenler, konuşmalar ve röportajlar vb.dir. Bu konudaki literatür, optimal bir merkez bankası iletişim stratejisinin olmadığını göstermiştir. Bir merkez bankası için işe yarayan, diğeri için yaramayabilir. Burada önemli bir konu, merkez bankası içindeki karar alma sürecinin, onun iletişim stratejisiyle nasıl ilişkili olduğudur. Para politikası kararının bağımsız bireylerden oluşan bir komiteye devredilmesinin, farklı bireylerin düşüncelerini bir araya getirme, diğeri üyelerden öğrenme yeteneği veya artan rekabet gücü gibi bir dizi olası nedenden dolayı üstün bir politikaya yol açtığı konusunda geniş bir fikir birliği ortaya çıkmıştır. Genel olarak konuşursak, komite içindeki politika kararları yüksek düzeyde meslektaşlar arası bir şekilde alınabilir veya esas olarak üyelerin kişisel görüşleri temelinde alınabilir. Aynı şekilde, iletişim kurumsal veya bireysel olabilir. İkinci durumda, komitedeki görüşlerin çeşitliliği netleşirken, ilkinde, merkez bankası bunun netliği ve ortak anlayışı engelleme riskini taşıyabileceğini düşünür ve bu nedenle iletişim esas olarak komite görüşünü ve üyeleri arasında fikir birliğini iletir (Blinder vd. 2008: 13).

Diğeri bir konu da merkez bankası iletişiminin zamanlamasıdır. Halkı yaklaşan toplantıya hazırlamak için politika oluşturma organının, toplantının yaklaşmasıyla daha yoğun bir iletişim geliştirilebilir. Alternatif olarak, finansal piyasalarda türbülansı önlemek için faiz toplantılarından önce nispeten az sayıda açıklama yapılabilir. Faiz oranları yeni değiştirilmişse veya büyük olasılıkla bir sonraki toplantıda değiştirilecekse, merkez bankaları daha sık iletişime ihtiyaç duyabilirler. Tüm bu durumlarda, iletişimin yoğunluğu merkez bankasının karar alma mekanizmasına doğrudan yansır (De Haan ve diğeri, 2007: 5).

1990'lardan itibaren dünya üzerinde para politikalarının yönetimi içe kapalıktan uzaklaşarak şeffaf olmaya doğru kaymıştır. Bu durumun gerçekleşmesinde, şeffaflaşmanın, para politikasının etkinliğine olumlu anlamda etki yapma olasılığı rol oynamıştır. Bu fikre göre, şeffaf olmak halkın para politikasını kavramasında kolaylık sağlayacağı ve dolaylı olarak halkın kavrama düzeyinin artırılması ile para politikasına olan güvenin artacağı

düşünülmüştür. Böylece merkez bankaları halkla iletişimi de vurgulamaya başlamıştır. Nitekim bu günlerde merkez bankası ile halk arasındaki iletişim çok önemli bir faktör olarak düşünülmekte ve beklentilerin yönlendirilmesinde bu iletişimin geliştirilme yolları aranmaktadır. Bu sebeple, karmaşık ve devamlı değişen ve dolayısıyla belirsizliğin hâkim olduğu Euro Bölgesi (Eurozone)'nde para politikasının işleyişinden sorumlu tutulan Avrupa Merkez Bankası ve tüm dünyada etkin konumda bulunan Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası (FED)'nin üzerine düşen görevler bir hayli fazladır. Diğer bir değişle Avrupa Merkez Bankası ECB ve ABD Merkez Bankası FED'in farklı kitlelere yönelmesi ve değişik suretteki iletişim vasıtalarını kullanması önem arz etmektedir (Cengiz, 2019: 54). Merkez bankaları son 30 yılda daha fazla şeffaflaşma sağlamış olup iletişime de giderek daha çok önem göstermeye başlamıştır. 1990'lı yıllara kadar merkez bankalarının ketumiyet içerisinde bulunmaları gerektiği düşünülmüş ve para politikalarını tesis eden kişi ve kurumların imkân dâhilinde azami düzeyde az konuşmaları gerektiğine inanılmıştır. Bu nedenle merkez bankalarının halkla iletişime geçmelerine pek de sıcak bakılmamıştır. Lakin 1990'larla beraber merkez bankasının halk başta olmak üzere birçok bileşenle iletişimine yönelik yeni görüşler ortaya çıkmış olup para politikasının ancak bu şekilde daha etkin bir hal alacağı iddia edilmiştir. 2000'li yıllarla beraber ise beklentilerin yönetiminin para politikasının en önemli aktörü olduğu açıkça anlaşılmıştır. Bu durum merkez bankalarının iletişim politikalarını diğer araçları içerisinde üst düzey bir konuma yükseltmiştir. (Blinder ve diğerleri, 2008: 7-8).

Merkez bankalarının daha şeffaf olması ve hesap verebilirliği için iyi planlı bir iletişim gerekir. Gerçekten de enflasyon hedefine karşı güvenilirlik için açıklık ve şeffaflığın ciddi manada önem arz ettiği anlaşılmaktadır. Özetle para politikalarının etkin bir şekilde yürütülmesi kapsamında merkez bankalarının iletişimine daha çok önem atfedilmeye başlanmıştır. İletişim alanında ortaya çıkan bu ilerlemede etkisi olan bir faktör de merkez bankalarının bağımsızlığı görüşünün giderek yaygınlaşması olmuştur. Bağımsızlığın öneminin fark edilmesine paralel şekilde merkez bankalarının daha bağımsız bir duruma getirilme çalışmaları, merkez bankalarının kısmi şekilde de olsa çok daha şeffaf bir hale gelmesine kapı aralamıştır. Bağımsız merkez bankalarının şeffaf olarak hesap verebilmesi gerektiği ve bu şekilde merkez bankalarının hem uygulama hem de bunların altında yatan düşüncüyü açıklama sorumluluklarının olduğuna dair görüş şeffaflığın daha da artmasında etkili bir rol oynamıştır. Eş zamanlı olarak uygulanan politikaların etkinliğini giderek

fazlaştıracığı düşünülmüştür. Bu sebepten ötürü merkez bankaları halkla aralarında iletişim tesis etmeye daha çok önem atfetmeye başlamıştır (Ehrmann ve Fratzscher, 2007: 124; Blinder ve diğerleri, 2008: 8).

Piyasa bileşenlerinin son dönemlerde merkez bankası ile iletişime ilgilerindeki artışın farklı bir nedeni de 2007 Ağustos'unda baş gösteren ekonomik kriz ile beraber ekonomi piyasalarında gözlemlenen belirsizliklerdeki keskin yükseliş ve duyulan güvendedeki ani azalış olmuştur. Merkez bankalarının bazıları ani şekilde genişlemeci şekilde tanımlanabilecek likidite işlemleri yapma zorunluluklarının ortaya çıkmasına rağmen enflasyonun yüksek seyretmesine yönelik beklentilerini önlemeye gayret etmiştir. Finans piyasaları, her türlü kötü bir haberin ekonomik anlamda çöküşe sebebiyet verebileceği ve banka hücumunu tetikleyebileceği kadar hassas duruma gelmiştir. Finansal kurumların ödeme konusunda yeterliliği ile ilgili bilinmezlik, 2008 yılı sonlarındaki krizin orta dönemlerinde bankalar arasındaki işlemleri tam anlamıyla durma noktasına ilerletmemiş olup şeffaflık konusunda daha ileri gitmenin finansal krizin hafiflemesinde daha etkin olacağına inanılmıştır (Geraats, 2010: 2).

Merkez bankalarının iletişim politikaları konusunda iki ana hedeften bahsetmek mümkündür. Bunlardan birincisi finans piyasalarının para politikası kararlarını ve para politikasındaki gelecek yönelimin öngörülmesini sağlamaktır. Bu öngörülebilirlik merkez bankalarının iletişim politikalarındaki ana hedeflerden yalnızca biridir. Diğer hedef ise piyasa belirsizliğinin seviyesi ve para politikalarına yönelik beklentileri kapsayan değişkenliği baskılamaktır. Elbette bu durum politika kararları vasıtasıyla piyasaların aralıklarla şaşırtılmayacağı anlamına gelmemelidir. Ancak yüksek düzeyde öngörülebilirlik kavramının ilke olarak benimsenmesi ve bilinmezliğin asgari düzeye indirgenmesi para politikasının güvenilirliği, stabilitesi ve etkinliği açısından önemli faktörler bünyesinde yer almaktadır (Ehrmann ve Fratzscher, 2005: 6, 20).

Sonuç olarak etkin bir iletişimin merkez bankaları politikalarına hâkim kılınması bankalar ve özel sektör vasıtasıyla ekonomi politikalarına olan güvenin artmasına ve dolayısıyla piyasa hacminin belirlenen hedeflere ulaşılması konusunda çok önemli katkılar sağlayacaktır. Bu durum merkez bankalarının bağımsızlığı ile de perçinlenirse tam manada olumlu etki gösterecektir.

2.8. Bazı Önemli Merkez Bankaları

Dünya ekonomisinde etkin bir statüye sahip merkez bankaları denildiğinde Amerika Merkez Bankası (FED) ve Avrupa Merkez Bankası akla gelmektedir. Bu bölümde bahse konu bu bankaları detaylı olarak inceleyeceğiz.

2.8.1. Avrupa Merkez Bankası (AMB)

1951 – 1979 Arası: 1951’de, Avrupa Birliği’nin temeli sayılabilecek Avrupa Kömür ve Çelik Birliği’nin kurulmasıyla ekonomi alanında farklı bir dönem başladı. 1957’deki Roma Antlaşması’nın Avrupa’nın birleşmesi yolunda önemli bir aşaması daha vardı. Bu zamanlardaki asıl amaç sendika ve tarım sahasıydı. Ancak para birliğine yönelik olarak bu duruma ihtiyaç duyulmadı. Buna ilave olarak, Bretton-Woods sistemine dayalı olarak güzel işleyen uluslararası para sistemi kuruldu. 1970 yılında Avrupa’daki para birliği Werner Planı ile başlatılmıştır. 1972’de bazı Avrupa devletlerinin kurlar arası kambiyo rayicisiyle Avrupa Döviz Kuru Sistemi başlamıştır ve en fazla % +/- 2,25 varyasyona müsaade edilmiştir. Bu aşamada döviz kuruyla dalgalanma için bant genişliği tesis edilmiştir. Ulusal merkez bankaları bu şekilde döviz piyasası ile döviz kurunu yedeklemek mecburiyetinde kalmıştır. Avrupa para sistemine geçiş için aidiyet bir ön koşuldu lakin para sisteminin kurulmasıyla bu sistem sona ermiştir.

1980 – 1999 Arası: Para birliği hedeflenmiş ve para ile ilgili konular da Avrupa Ekonomik Topluluğu’nun sorumluluğu altına alınmıştır. 1989 yılında, Avrupa Ekonomik ve Parasal Birliği temeline dayanan bir plan gündeme gelmiştir. 1991’de politik birlik oluşmasıyla beraber bir konferansta, para birliğine yönelik anlaşmada değişiklik yapılması ile kurumsal yapı oluşmuştur. Avrupa Merkez Bankası Enstitüsünün iç yönetmeliği ve Avrupa Para Değeri Kurumu iç tüzüğüne ilişkin protokol, 1992 yılında Avrupa Birliği antlaşmasında imzalanmıştır. 1994’te Avrupa Para Enstitüsünün kurulmasıyla, bir başka aşamaya geçilmiştir. Bu sayede enstitü ülkelerin merkez bankaları arasındaki koordinasyonun güçlenmesi ve para politikasının tek şekilde dizayn edilmesi görevini üstlenmiştir. Bu sayede Avrupa Merkez Bankası Sistemi’nin kurulması için hazırlık yapılmıştır. Ayrıca para politikası için danışma imkânı sunar.

Avrupa Konseyi 1995 yılında, hazırlık çalışmalarına dayalı bir işlem planını, 1999 yılında ise şimdi “Euro” olarak adlandırılan, yeni para birimini duyurmuştur. Avrupa Kur Enstitüsü ise buradan hareketle döviz kuru mekanizması hazırlamayı desteklemiştir. 1996 yılında, Euro’nun istikrarı hedefiyle oluşturulan ‘İstikrar ve Büyüme Paketi’ imzalanmıştır. 1998 yılının mayıs ayında ise, on bir devletin parasal birliğe katılma kriterlerine karar verilmiştir. Bu devletler; Belçika, Almanya, Finlandiya, Fransa, İrlanda, İtalya, Lüksemburg, Hollanda, Avusturya, Portekiz ve İspanya idi. Aynı yılın ekim ayında Avrupa Merkez Bankası para politikası stratejisini saptamış, bu strateji Avrupa Merkez Bankası’na istikrar ve Euro’ya güven sağlamayı hedeflemiştir. 1999 yılında üçüncü ve son aşamayla tek bir para politikası uygulamasına geçilmiştir. 2002 yılında ise Euro ortak para birimi olarak kabul edilmiştir (Draghi, M., 2015: 1).

Görev ve Hedefleri

Merkez bankasının iki temel hedefi vardır: Bunlardan birincisi fiyat istikrarının teminidir. Bu hedefe yönelik olarak para değerindeki büyük dalgalanmaları önleme yönünde çalışmalar yürütür. Bu yolda enflasyon oranı büyük öneme sahiptir. Merkez bankasının ikinci hedefi ise Avrupa Merkez Bankası’na bağlı bulunan ülkelerde istikrarlı gelişim oluşturmaktır. Para politikasının azami öneme haiz bu alt hedefi durağanlıktan kaçınmayı amaçlar. Bu gelişim, millî ekonomiye ait kapasitenin tam anlamıyla kullanılması vasıtasıyla ölçülür. Merkez Bankası kredi fiyatlarındaki yaptığı değişikliklerle (yükseltme ve düşürme) bu hedefleri takip eder (Draghi, 2015: 1). Avrupa Merkez Bankası’nın, temel görevleri, Avrupa Birliği Kuruluş Anlaşmasında belirtildiği üzere şu şekildedir.

Anlaşmanın 105.maddesinin uyarınca temel ödevler şunlardır:

- Para politikasının tespiti ve uygulanması,
- Döviz alım ve satımının tesisi
- Üye devletlerin parasal kaynaklarının(portföy) yönetimi
- Millî ekonomide, sorunsuz işleyen ödeme sisteminin teşviki

Avrupa Merkez Bankasının Diğer Görevleri:

- Euro banknotlarının ihracına izin verilmesi ve ülkelerin merkez bankaları vasıtasıyla ihracın gerçekleştirilmesi,
- Kredi kuruluşlarının denetlenmesi ve finans piyasasının düzenini ve istikrarının kontrol edilmesi,
- İlgili konularda ülkelere ve kurumlara danışmanlık yapma ve uluslararası kurumlar

- arasında koordinasyon kurma,
- Görevin ifası için istatistiki bilgilerin toplanması,
- Merkez bankası bilançosunun hazırlanması

Avrupa Merkez Bankası (AMB-ECB)'nin Organizasyon Yapısı

Yönetim Konseyi (Governing Council): Yönetim Konseyi, Avrupa Merkez Bankası'nın en üst seviyedeki karar alma organıdır. Yönetim Konseyi'ne bağlı Yürütme Kurulu bünyesindeki 6 üye, 18 üye ülkenin Ulusal Merkez Bankaları'nın guvernörlerinden seçilir.

Konseyi'nin temel görevleri şunlardır:

- Eurosystem'e tevdi edilen görevlere yönelik performans takibini yapmak ve gerekli kararları almak,
- Euro Bölgesi (Eurozone) için para politikasını planlamak. (Parasal hedeflere yönelik kararlar, rezerv arzlarına ilişkin kararlar, faiz oranlarına yönelik kararlar).

Yönetim Konseyi genelde ayda iki defa toplanır. İlk toplantıda ekonomik alandaki ve parasal kaynaklı gelişmeler değerlendirilir ve bu değerlendirmeler neticesinde aylık para politikasına karar verilir. İkinci toplantıdaysa; çoğunlukla sorumluluklar ile diğer görevlere yönelik konular tartışılır (ECB- Governing Council, 2014).

Yürütme Kurulu (Executive Board): Avrupa Merkez Bankası Yürütme Kurulu, alanlarında uzman olan, başkan, başkan yardımcısı ve dört üyeden oluşmaktadır. Üyeler, Avrupa Konseyi'nce nitelikli çoğunluğun takdiri üzerine atanır. Kurulun başlıca görevleri şunlardır:

- Yönetim Konseyi'nin yapacağı toplantılara yönelik hazırlık yapmak,
- Yönetim Konseyi'nce belirlenen ilke ve kararları baz alarak para politikasına yön vermek ve Euro Bölgesi'ndeki ulusal merkez bankalarına gerekli görülen talimatları vermek,
- Avrupa Merkez Bankası'nın cari işlerini yürütmek,
- Yönetim Konseyi'nce kendisine verilmiş olan bazı yetkileri kullanmaktır (ECB- Executive Board, 2014).

Genel Konsey (General Council): Avrupa Merkez Bankası Genel Konsey'i, başkan, başkan yardımcısı ve Avrupa Birliği üyesi 28 ülkenin ulusal merkez bankaları guvernörlerinden oluşmaktadır. Bir başka söyleyişle, Euro Bölgesi 18 üye ülke temsilcilerine ilaveten, Euro Bölgesi'nde bulunmayan 10 ülkeyi de bünyesinde barındırmaktadır.

Genel Konsey'in temel görevleri şunlardır:

- Avrupa Merkez Bankası'na danışmanlık yapmak,

- İstatistiki bilgileri toplamak,
- Avrupa Merkez Bankası'nın yıllık raporlarını tanzim etmek,
- Ulusal merkez bankalarınca kullanılan muhasebe ve rapor sistemlerinin standart halde olmasına yönelik gerekli kuralları oluşturmak,
- Anlaşma bünyesinde belirtilmeyen hususlarda Avrupa Merkez Bankası'nın sermayesine katılması için gerek duyulan kılavuzu şekillendirmeye yönelik önlemleri tesis etmek,
- Avrupa Merkez Bankası personeline yönelik istihdam şartlarını tespit etmek,
- Euro karşısında daha düşük seviyede bulunan Avrupa Birliği üyelerinin para birimlerini döviz kurlarına karşı belirli bir seviyede tutmak adına gerek görülen hazırlıkları yapmaktır (ECB-General Council, 2014).

Alt Komiteler: Avrupa Merkez Bankası Alt komiteleri, Yönetim Konseyi'nce kurulmuş organizasyonlardır. Bunlar, Avrupa Merkez Bankası'nın karar verme sürecine katkısı bulunan organlardır. Bu komiteler, Avrupa Merkez Bankası ve Euro Bölgesi ulusal merkez bankaları üyelerinden oluşmaktadır. Genel Konsey'in ilgi alanı dışındaki konularda Euro Bölgesi dışında kalan ulusal merkez bankaları temsilcileri alt komiteler bünyesinde yer alabilmektedir (ECB-Organisation, 2014).

Bu komiteler şunlardır:

- Muhasebe ve Parasal Gelir Komitesi (Accounting and Monetary Income Committee-AMICO)
- Banknot Komitesi (Banknote Committee-BANCO)
- Kontrol Komitesi (Committee on Controlling-COMCO)
- Eurosystem/AMBS İletişim Komitesi (Eurosystem/ESCB Communications Committee-ECCO):
- Eurosystem IT Yürütme Komitesi (Eurosystem IT Steering Committee-EISC):
- Finansal İstikrar Komitesi (Financial Stability Committee-FSC):
- Bilgi Teknolojisi Komitesi (Information Technology Committee-ITC):
- İç Denetim komitesi (Internal Auditors Committee-IAC):
- Uluslararası İlişkiler Komitesi (International Relations Committee-IRC)
- Hukuk Komitesi (Legal Committee-LEGCO):
- Piyasa İşlemleri Komitesi (Market Operations Committee-MOC):
- Para Politikası Komitesi (Monetary Policy Committee-MPC):
- Ödeme ve Mutabakat Sistemleri Komitesi (Payment and Settlement Systems Committee-PSSC):
- Risk Yönetimi Komitesi (Risk Management Committee-RMC):
- İstatistik Komitesi (Statistics Committee-STC)
- Bütçe Komitesi (Budget Committee-BUCOM)
- İnsan Kaynakları Konferansı (Human Resources Conference-HRC):

2.8.2. ABD Merkez Bankası (FED)

ABD Merkez Bankası (Federal Reserve System -FED)'nin Kuruluşu:

Diğer merkez bankalarına nazaran farklı olarak Amerika Birleşik Devletleri (ABD) merkez bankacılığı sistemi, ABD ekonomisinin etkili şekilde çalışmasını sağlamak ve kamu yararına yönelik çalışmak amacıyla aşağıdaki işlevleri sağlamaktadır (Turna, 2014: 43).

1-Azami istihdam, ılımlı ve uzun vadeye sahip faiz oranlarına yönelik teşvik sağlamak amacıyla para politikasına yön vermek,

2-Finansal sistemdeki istikrarı sağlamak için teşvik oluşturmak,

3-ABD'nin yurt içi ve yurtdışındaki ekonomik anlamda ortaya çıkabilecek riskleri en aza indirmek,

4-Diğer finans kurumlarının çalışmasına yönelik istikrarın teminine çalışmak ve bunların finansal sisteme yönelik oluşabilecek etkilerini izlemek,

5-ABD doları üzerinden tesis edilen işlemleri ve ödemeleri kolaylaştırmak suretiyle hükümete, finans sistemi vasıtasıyla ödeme sisteminin güvenliğini ve alınan verimin artışı teşvik etmek,

6-Yapacağı denetim ve incelemeler neticesinde, görülen tüketici sorunlarının araştırmasını ve analizini yapmak; tüketici yasalarının yönetimi vasıtasıyla tüketicinin korunmasını, bununla beraber toplumun gelişmesini teşvik etmektir (Board Of Governors of the Federal Reserve System, 2019).

ABD'nin federal olan yapısı, diğer ülkelerin merkez bankalarının aksine, FED'in de federal niteliğe sahip olmasını sağlamıştır. FED'in sistemi, coğrafya baz alınarak 12 ayrı bölgeye bölünmüştür. Bölgelerin sınırları ise 1913'te de var olan ticari bölgelere ve finansal hususlara dayanmaktadır. Bölgelerdeki merkez bankaları birbirlerinden bağımsız şekilde Federal Rezerv Yönetim Kurulu'na bağlı ve onun gözetimi altında faaliyet göstermektedir (FED, 2019).

FED'in Organizasyon Yapısı:

Federal Reserve Yasası (Federal Reserve Act), Amerika Birleşik Devletleri ekonomisinin

devamlılığı ve finansal sistemin istikrarının tesisi için üç önemli kurula yetki vermiştir.

FED'in politika uygulama faaliyetinden Yönetim Kurulu sorumludur. Yönetim Kurulu'nda da biri başkan, ikisi de başkan yardımcısı olmak üzere toplam yedi vali bulunmaktadır. FED başkanı, devlet başkanı tarafından aday olarak gösterilen kişiler arasından Senato tarafından seçilmektedir. Başkan, sözcü olarak görev yapmakla beraber; merkez bankası politikalarını yönetim kurulu ile FOMC toplantılarındaki gündemin kontrolünü sağlamaktadır. Başkanın ve başkan yardımcılarının görev süresi dört yıl ile sınırlı iken üyelerin görev süresi on dört yıldır. Başkan, üyelerin (valiler) tamamını, başkan yardımcılıyla beraber senato onayı sonucunda atamaktadır. Bölgesel banka başkanları ise genellikle özel sektör bünyesindeki temsilcilerden teşkil edilen bir yönetim kurulunca atanmaktadır (Investopedia, 2019).

FOMC (Federal Açık Piyasa Komitesi) Federal Rezerv Sistemi'nin bir organıdır. FOMC, federal fonların oranını, Federal Rezervin varlıklarının miktarını, oluşumunu takip etmekle ve açık piyasa işlemlerinin icrasına yönelik tüm kararları almaktan sorumludur. FOMC ayrıca, FED tarafından uluslararası döviz piyasalarındaki operasyonlara yön verme ve yabancı merkez bankalarıyla döviz değişimine izin vermektedir. FOMC bünyesinde on iki üye olup, bunların yedisi yönetim kurulu bünyesinden, kalan beş üyeyse on iki bölgedeki işletme bankaları bünyesinden seçilmektedir. Yılda sekiz defa düzenli olarak toplanır (Board Of Governors of the Federal Reserve System, 2019).

Federal rezerv bankaları, New York, Philadelphia, Boston, Cleveland, Richmond, St. Louis, Chicago Atlanta, Dallas, San Francisco ve Kansas City'de bulunmaktadır. Bahse konu bu bankalar birbirinden bağımsız hareket etmektedir.

FED'in Para Politikası Araçları

FED, kısa vadeli olan faiz oranları vasıtasıyla, kredi kullanımına etki yapmakta ve ABD'nin para politikasına yön vermektedir. Para politikası, faiz oranlarına ilaveten hisse senetlerini ve döviz kurlarını da etkiler. Bu şekilde, ABD'de yatırım, üretim, harcamalar, enflasyon ve istihdamı etkilemektedir (FED, 2019b: 21).

FED, fiyatlardaki istikrarı sağlamak ve kamusal istihdamı artırmak için çeşitli politika araçlarını kullanmaktadır. Bunların birincisi, sabit fiyatların korunması, diğeri ise istihdamın

sağlanması ve idamesidir.1990'lerden itibaren FED para politikasında şeffaflık ilkesini benimsemiştir. Bu şeffaflık ile merkez bankaları ve halk arasındaki iletişim politikalarının da önemi git gide artmıştır. Hedefler, kararlar ve stratejiler, halk ve diğer bileşenlerle paylaşılmıştır (Cengiz, 2019: 53). Böylece FED, para politikasının etkinliğini arttırmak için para politikası ile ilgili kamuoyu ile bilgi paylaşmaya başlamıştır (Lewis, Makridis ve Mertens, 2019: 1).

FED' in Bağımsızlığı:

Merkez Bankalarının politikaları başta hükümetler olmak üzere; hiçbir grup tarafından baskıya maruz kalmadan karar alabilmeleri ve aldıkları kararları uygulamaya sokabilmeleri oldukça önemlidir. Bu bağımsızlığı etkileyen çokça unsur bulunmaktadır. Bunlar, yönetim organlarının göreve getirilmesi, görevden alınması ve görevdeyken haklarının sağlanması olabilir. Ayrıca bu bağımsızlık bir ülkenin uluslararası camiada, kredibilitésinin ölçülmesi kriterleri arasında yer almaktadır (Durmuş, 2016: 25).

Merkez bankaları icra ettiği görevler bakımından biraz kompleks bir yapıdadır. Teknik uzmanlar, ekonomistler, bankacılar, akademisyenler ve hükümet tarafından atanan temsilciler ve saha uzmanlarınca yönetilmektedir. Bu yapı merkez bankalarının bağımsız olmaları gerektiği tezini desteklemektedir (Acharya, 2018: 22-23). ABD'nin içinde bulunduğu federal yapı bu bağımsızlık gereğini daha yukarılara taşımaktadır ki 12 bölge ve bunların birbirlerine yönelik farklılıkları ve etkisizlikleri de bu bağımsızlık tezinin uygulanabilirliğini artırmaktadır.

2.9. Dünya'da Merkez Bankacılığının Ekonomideki Fonksiyonlarının Finansallaşmaya Etkileri

Dünya üzerinde finans ve finansallaşma alanında oldukça etkin olan merkez bankaları, yıllar içinde para politikalarının tatbik edilmesi ve para basımı öncelikli olmak üzere, ülkelerin para sisteminden sorumlu kurumlar olmuşlardır. Ülkeler açısından oldukça öneme sahip olan merkez bankalarının sayısı yaklaşık yüzyıl önce 18 iken, günümüzde 200'e yakındır. Öte yandan merkez bankalarının kurumsal açıdan teşkilatlanmaları ve tatbik ettikleri ekonomi politikaları ekonomik önceliklerden, politik ve sosyal yapıdan ayrı düşünülemez. Bu kapsamda il merkez bankası olan Riskbank (İsviçre)'in kuruluşundan bugüne kadar merkez bankacılığının amaçları, yetkileri ve kurumsal yapıları zamanla değişim yaşamış;

dışsal ve içsel dinamiklerine uyum sağlayacak şekilde farklılaşmıştır. Bu aşamada merkez bankacılığının ekonomik fonksiyonlarını neler olduğunu bilmemiz ve üzerine düşünmemiz gerekir. Merkez bankacılığının özel mahiyetteki fonksiyonları ülkelerin gelişmişlik seviyesine göre farklılıklar gösterebilmekle beraber, genel mahiyette aynı özellikleri ihtiva etmektedir. Merkez bankacılığının başlıca ekonomik fonksiyonları şunlardır (Üzar ve Başoğlu, 2017: 124):

- Banknot İhracatının Gerçekleştirilmesi
- Devlet Erkinin Bankerliği ve Ekonomik Sahada Danışmanlığı Görevinin İcra Edilmesi
- Ticari Bankalar Adına Nakit Rezervlerinin Tutulması
- Uluslararası Nakit Rezervinin Muhafazası
- Reeskont İşleminin Tesisi
- Açık Piyasa İşlemlerinin Tesis Edilmesi
- Zorunlu Karşılık Oranının Belirlenmesi
- Krediler Üzerinde Kontrol Sağlanması
- Döviz Kontrol Etmek
- Ticari Bankaların Takas Merkezi Olması

Banknotun çıkarılması ve ülke bünyesinde dağıtımının yapılması merkez bankalarının en temel görevlerindedir. Bu görevin tek bir bankada toplanması sayesinde, nakit para ve kredi hacmi kolayca kontrol edilebilmektedir. Ayrıca, merkez bankaları para ihracatını sürdürürken eş zamanlı olarak yerel para satın alma gücünün ve döviz karşısındaki değerinin muhafaza edilmesi gerekmektedir.

Merkez bankacılığı ilk kuruluşundan itibaren devletin ekonomik alandaki faaliyetlerinden bazılarını üzerine almıştır Ayrıca devlet adına tahsilat ve ödemeler yapar. Bu işlemleri bazen doğrudan kendileri bazen de ticari bankalar vasıtasıyla yapabilir. Örnek olarak bu tür işlemlerin bazıları kamu bankaları aracılığıyla yapılabilir.

Ticari bankaların, merkez bankaları bünyesinde belli miktarda nakit rezervi bulundurma zorunlulukları vardır. Merkez bankaları ise bu nakit rezervleri ile ekonomideki para dengesinin tesisine yönelik çalışmalar yapar ve yeri geldiğinde ekonomi politikasının idamesi için kullanabilir.

Merkez bankaları ülkelerin döviz ve altın rezervlerinin çok büyük bir miktarının muhafazasını sağlamaktadır. Ulusal paranın değerini koruması eldeki döviz ve altın mevcutlarının hacmini, dış borçların zamanında ödenebilmesini ve bunların neticesinde

paraya olan güvenin tesisi ve idamesini sağlama görevi merkez bankalarının asli görevlerindedir.

Reeskont işlemi, geçici süreyle nakit paraya ihtiyacı olan ticari bankaların alacaklarının temini için bir kısmının merkez bankasına devretmesidir. Merkez bankaları bu oranları değiştirerek ekonomi politikalarına yönlendirmektedir.

Açık piyasa işlemleri, dövizlerin, hazine bonolarının ve banka poliçelerinin merkez bankaları tarafından alınması ve satılmasıdır. Bu işlemler vasıtasıyla merkez bankaları, tedavüldeki para hacmini bankaların Merkez Bankası üyesindeki mevduatlarını çoğaltır yahut azaltır. Bu işlemler ekonomik faaliyetler bünyesinde genişletme ve daraltma gibi faaliyetlerin tesisi için bir araç gibi kullanılır. Bahse konu işlemlerde inisiyatif merkez bankası uhdesinde olup bu inisiyatif den kaynaklı üstünlüğü söz konusudur.

Ticari bankalar bünyelerindeki mevduatın belli oranını bunun karşılığında Merkez Bankası rezervinde tutmak zorundadırlar. Merkez bankaları ise bu karşılık oranlarını yükseltip düşürerek ekonomideki para arzına yönelik kontrolü sağlamaktadır.

Ticari bankalar verilen krediler yoluyla kaydi para yaratmaktadır. Temin edilen bu kaydi paraların kontrolü merkez bankasının sorumluluğundadır. Merkez bankası bahse konu işlemlerin tesisi için belli bir tavan sınır koyabilir. Ayrıca, bu kredilerin istatistik bilgilerini kayıt altına alarak ekonomi alanındaki diğer unsurlara yardımcı olur.

Merkez bankaları döviz kontrolünde bulunarak bünyesindeki yabancı para miktarlarını koruyabilir, bilanço dengesini sağlayabilir, ulusal paranın değerinin istikrarını koruyabilir ve iç fiyat düzeyini dış rekabetten büyük oranda uzak tutarak bağımsız para politikaları uygulayabilirler. Bunları sağlamak için uygulanan kontrol yöntemlerinden birisi zorunlu döviz devridir. Bu yolla merkez bankaları hem kurumların ellerindeki döviz kontrol eder hem de duyurduğu döviz kuru sayesinde dövizin fiyatını etkileyebilir (Keyder, 2000:90).

Merkez bankaları ticari bankaların nakit rezervlerinin muhafazasını tesis ederek aralarındaki alacak ve borçların takas ve mahsubunun aracılığını yaparlar. Bu durum merkez bankalarının, diğer bankalar arasındaki borç ve alacakların mahsup ve takas vasıtasıyla ödenmesini tesis kurumlar olmasını sağlamıştır. Tüm bu fonksiyonlar ışığında dünyada merkez bankacılığının ekonomideki fonksiyonlarının finansallaşmaya olan etkilerinden birincisi, kaynakların verimli bir şekilde dağıtılmasına katkıda bulunur. Ekonomik

çevrelerinin işleyişine ilişkin temel bir anlayış, insanların ihtiyaç duydukları bilgileri edinme ve farklı alternatifler arasından en iyi seçimi yapma yeteneklerini geliştirir. Örneğin, insanlar bireysel refahları üzerinde doğrudan etkisi olan ve sürdürülebilir tasarruf kararlarını daha iyi alabilirler. Böylece ekonomik, kaynakları en verimli şekilde kullanımlarına yardımcı olur ve bu da ekonomik ilerlemeye katkı sağlar (Zarakolu 1989:69).

İkincisi, “ihtiyatlı politikalar” için kamu desteği oluşturmaya yardımcı olur. Ekonomik konuların daha iyi anlaşılması, sosyal güvenlik ve emeklilik sistemlerimizdeki eksiklikleri azaltan, kamu maliyesinin sürdürülebilirliğini sağlayabilmek, hizmet ve işgücünün verimliliğini ve esnekliğini artıran önlemlerin daha geniş bir kamu desteğine yol açabileceği öngörülmüştür.

Rekabetçi ve esnek piyasaların kurulması ve sürdürülebilir kamu finansmanı, para politikasının amacına ulaşması önem arz etmektedir. Bunun yanında ekonomik ve finansal eğitimin, para politikası üzerinde önemli ve doğrudan etkisi olduğu ve bu doğrultuda yüksek ekonomik eğitim standartlarının, ihtiyatlı para politikasının nihai hedefi olarak fiyat istikrarı arayışı için kamu desteği oluşturmaya yardımcı olacağı söylenebilir. Bu hususlar çerçevesinde bir merkez bankası için yasal hükümlerin ötesinde, toplumda merkez bankasının görevini destekleyen bir “istikrar kültürünün” oluşmasının son derece önem arz eden bir husus olacağı öngörülmüştür.

Üçüncüsü, genel kamuoyunun bağımsız bir merkez bankasının varlığının, fiyat istikrarını sağlamada en önemli katkıyı sağladığını anlaması önemlidir. Siyasi baskılardan uzak ve bağımsız merkez bankalarının, fiyat istikrarı hedefine ulaşmak için en önemli araçlardan biri olduğu düşünülebilir.

3. TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), Türkiye Cumhuriyeti Devleti'nin kredi ve para politikasına yön veren, banknot ihracatı yapan, veznedarlık görevini ifa eden ve hükümetin ekonomik ve mali konularda danışmanlığını yapan bağımsız finans kurumudur. Banknot basma yetkisini bünyesinde bulundurur ve buna bağlı olarak para politikasını yönlendirir. Bunlara ilave olarak, madeni paraların tedavüle girişini ve kaldırılışını kontrol altında tutar. TCMB'nin asıl amacı fiyat istikrarının tesisidir. Para politikasının icrasında tek başına yetkili olan TCMB, temel maksadıyla çelişmediği sürece kalkınma politikalarını desteklemeye ve devam ettirmeye çalışır. Fiyat istikrarı için tespit edeceği politikalar dâhilinde para politikası için araçları serbest şekilde kullanabilmektedir. Bankanın, bu araçları ekonomiyi takip etmek maksatlı ihtiyaç duyacağı veri ve bilgileri toplama hakkı bulunmaktadır. Bankanın görevleri ve sahip olduğu yetkiler genel mahiyette şunlardır (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası [TCMB], 2019: 3);

- Banknotları basmak ve paranın piyasadaki dolaşımını sağlamak,
- Para politikasını belirlemek ve icrasına yönelik çalışmak
- Hükûmetin mali alanda ajanlık faaliyetini yerine getirmek.

3.1. Kuruluşu

19. yüzyılın başlarından itibaren Avrupa devletleri karşısında ekonomik ve siyasal açıdan önemli ölçüde güç kaybı yaşayan Osmanlı Devleti, önemli reformlar gerçekleştirmiştir. Toplumsal, siyasi, idari ve ekonomik anlamda bir dizi yenilik uygulamaya konularak, klasik yapısından uzaklaşan devlet yönetimi, bir yandan da merkezileşme politikasını uygulamaya koymuş olup bu reform çalışmalarını finanse etmek ve harcamaları bir plan dâhilinde uygulayabilmek amacıyla Osmanlı Bankası kurulmuştur (Bayraktar, 2002: 84). Türkiye Cumhuriyeti kurulduktan sonra Osmanlı Bankasıyla arada bir anlaşma tesis edilmiş ve Osmanlı Bankası'na 1935'e kadar banknot ihracı hususunda yetki verilmiştir. Ancak, merkez bankasının eksikliği devamlı surette hissedilmiştir. Bu maksatla başka ülkelerden akademisyenler ve yetkililer davet edilerek bir merkez bankası kurulmasına yönelik çalışmalara başlanmıştır. Bu kapsamda bazı raporlar hazırlanmıştır. Bu raporlara binaen, henüz çok genç olan Türkiye Cumhuriyeti'nin bazı reformlar yapılmadan merkez bankası kurulabilmesi çok mümkün görülmemektedir. Bir merkez bankası teşkili için Osmanlı

Bankası'nın ve yeni kurulan Türkiye İş Bankası'nın dönüştürülmesi fikri düşünülmüş olsa da bağımsızlığın sağlanamayacağı düşüncesiyle bu fikirlerden vazgeçilmiştir. Tarihler 30 Haziran 1930' a geldiğinde Resmî Gazete'de yayımlanan 1715 sayılı Merkez Bankası Kanunu'na dayanılarak, 3 Ekim 1931 tarihinde Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) faaliyetlerine başlamıştır.

3.2. 1923'ten Günümüze Türkiye'de Merkez Bankasının Tarihsel Gelişimi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının bünyesinde barındırdığı bazı hisse sınıfları mevcuttur. Bunlar:

- A sınıfı, yalnızca hazineye aittir. Payı sermayenin yüzde on beşinden fazla olamaz.
- B sınıfı, milli bankalara ayrılmıştır.
- C sınıfı, diğer bankalar ve imtiyaz sahibi şirketlere tahsis edilmiştir.
- D sınıfı, ticaret kuruluşlarına ve Türk vatandaşı olan gerçek ve tüzel kişilere tahsil edilmiştir.

Bu yapı, güncel durum için geçerli değildir.

Bu kapsamda TCMB kurulduğu dönemde; hisselerin yüzde 15'lik kısmı (A) sınıfı hisselerden oluşmaktaydı. Bu hisselerden hükümet kuruluşlarınca altın, mücevher vb karşılığında 2.250.000 TL ederince hisse senedi alınmıştır. Ulusal bankalar tarafından ise, (B) sınıfı hisseler talep ilgi göstermişlerdir. 3.000.000 TL Ziraat Bankası, 1.000.000 TL Emlak ve Eytam Bankası, 500.000TL İş Bankası, 300.000 TL Emniyet Sandığı ve 250.000TL Sanayi ve Maadin Bankası olmak üzere, toplam 5.050.000 TL miktarında hisse senedi satın alınmıştır. Bu hisse sınıfı, toplam hisselerin yüzde 34'lük kısmını oluşturmuştur. Ayrıca, 500.000 TL'lik kısım eksik kalmış ve bu da Emlak ve Eytam, Ziraat ve İş Bankaları tarafından alınarak (B) grubu hisselerin oranı yüzde 37'ye ulaşmıştır. Merkez Bankasının ana maksadı ülkenin ekonomik açıdan kalkınmasına destek olmaktır. Bu kapsamda, para piyasasının düzenini tesis etmek, banknot basmak, reeskont oranlarını belirlemek, hazine işlemlerini yerine getirmek konularında görevlendirilmiştir. Ayrıca, devlet hazinedarıdır.1930'lu yıllarda genellikle TCMB'nin bağımsızlığı ön planda tutulmuştur.

1940'larda İkinci Dünya Savaşı birçok ülkenin ekonomisini etkilediği gibi Türkiye Cumhuriyeti'ni de olumsuz etkilemiştir. Ülkede kamuya finans sağlamak maksadıyla merkez bankası kaynaklarına dönüş yılları olmuştur. Dolayısıyla Merkez Bankası bağımsızlıktan uzak bir görüntü çizmiştir. Bu nedenle, bahse konu yıllardaki fiyat düzeyi,

üç kattan fazla artmıştır (www.tcmb.gov.tr).

1950'lerde, büyüme ve kalkınma hedefleri ön planda olmuştur. Kamu finansmanı önceki on yılda olduğu gibi yine Merkez Bankası kaynaklarından sağlanmıştır. Bu dönemde yapılan yasama çalışmaları ile hazine bünyesine kısa vadeli fon sağlanmasına yönelik hazırlıklar yapılmıştır. Planlı ekonomik hamlelerin yapıldığı 1960'larda Merkez Bankası sanayinin gelişimi ile beraber izlediği para politikaları ile kamuya kaynak temin etmeye devam etmiştir. Ayrıca, kambiyo kontrolüne büyük oranda Merkez Bankasına devredilmiştir.

1970 yılında kabul edilen 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu ile beraber Bankanın, başkanlık(governörlük) sistemi başta olmak üzere kurumsal yapısında önem arz eden değişiklikler meydana gelmiştir. Bahse konu düzenlemelerle Bankanın anonim şirket statüsü aynı kalarak, hazinenin sermaye payının yüzde 51'den az olmamasına karar verilmiştir (www.tcmb.gov.tr).

Bahsi geçen kanunla, bankanın para politikası araçlarını kontrolü artırılmıştır. Öte yandan, Hükûmetin parasal tedbirlerde, Bankanın görüşüne başvurması gerektiği konusu hükme bağlanmıştır. Ayrıca, Bankaya açık piyasa işlemleri yapma yetkisi verilmiştir. 1980'ler de ise, Türkiye ekonomisinde önemli yapısal dönüşümler yaşanmıştır. Serbest dış ticaret politikasının uygulanmasına geçilmiştir. Başlatılan ekonomik serbestlik süreci vasıtasıyla para ve kur politikalarının Banka tarafından serbest piyasa ile koordineli olarak yürütülmesine yönelik gerekli altyapının sağlanması yönünde önemli adımlar atılmıştır. Devalüasyon ile sabit kur rejimi sonlandırılmıştır. Yine bu dönemde Banka, döviz ve altın rezervlerinin yönetilmesi hususunda yetkilendirilmiştir (www.tcmb.gov.tr).

1990'da TCMB, para politikası programına yönelik yapacağı uygulamaları ilk kez kamuoyuna duyurmuş ve bu uygulama ile istikrarı hedeflemiştir. Lakin 1991 yılında patlak veren Körfez Savaşı finans sektörü üzerinde bir baskı oluşturmuştur. Bunun neticesinde meydana çıkan siyasi istikrarsızlık, maliye politikasını ve banka sektörünü olumsuz etkilemiş ve 1994 yılında bir ekonomik krize sebebiyet vererek enflasyonun olağanüstü artışını tetiklemiştir. Nisan 1994'te Merkez Bankası Kanunu'nda değişiklik yapılarak hazinenin Merkez Bankası kaynaklarını kullanma haklarına sınırlamalar getirilmiştir. 1998 yılından geçerli olacak şekilde ise hazinenin merkez bankası bünyesinden kısa vadeli avans kullanmamasına yönelik bir karar uygulamaya konmuştur (www.tcmb.gov.tr).

1995-1999 yılları arasındaki kur dalgalanmaları ve döviz piyasalarındaki spekülasyonları önlemeyi amaçlayan TCMB piyasa istikrarının tesisine yönelik politikalar takip etmiştir. Bu dönemde ekonomik durumun daha da kötüye gitmesi üzerine 2000 yılından itibaren dövize dayalı yeni bir finans programı uygulanmaya başlanmıştır. Ancak bu politikanın fayda vermemesi üzerine politikadan aynı yıl içerisinde vazgeçilmiştir. 2001 yılında ise ekonomik krizin etkisiyle bir kırılma yaşanmış ve ekonomide köklü yapısal dönüşüm sürecine geçilmiştir. Aynı zamanda enflasyonla mücadele adına da bazı politikalar uygulamaya konmuştur. Yapısal dönüşüme yönelik atılan en önemli adım, Merkez Bankasının asli maksadının fiyat istikrarının temini olduğunun açık şekilde kanunda tanımlanması olmuştur. İlave olarak diğer bankaların yürütmesi gereken politikalarda kanunda belirtilmiştir. İlave olarak TCMB'ye, araç bağımsızlığı verilerek hükümetin büyüme politikalarını desteklemesi gerektiği belirtilmiştir. Ayrıca bu dönemde, Merkez Bankasının kamuya finansman sağlamasının önüne geçilmiştir. Bu uygulamalarla beraber finansal istikrarın tesisi için TCMB destekleyici konumuna geçmiştir (www.tcmb.gov.tr).

Bu dönem yüksek enflasyona karşı mücadelede etkili bir dönem olmuştur. Türk parasının uluslararası sahada itibarının artırması maksadıyla TL'den altı sıfır atılarak 'yeni Türk lirasına geçildiği dönemdir. 2008 yılı ile ortaya çıkan küresel krizin etkisi ile gelişmiş ülkelerin merkez bankaları genişleme politikaları izlemişlerdir. Bu durum Türkiye'nin de aralarında bulunduğu gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerini de önemli oranda etkilemiştir. Risk faktörünün artışı ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin değişkenliği TCMB'yi farklı politika arayışlarına yönlendirmiştir. Faiz ve enflasyon istikrarı konusunda çalışmalara yer verilmiştir. Küresel para politikalarındaki normalleşme neticesinde 2015 yılında yeni politika belirlenmiştir. Bu politikanın özünde, faiz oranlarının düşük seyretmesi ve bankalara yönelik fonlamanın basit kapsama dönüştürülmesine yönelik bir politikaya geçiş sağlanmıştır (www.tcmb.gov.tr).

2001 Sonrası Meydana Gelen Yapısal Değişiklikler

- Dalgalı Döviz Kuru Rejimi

2001 krizi sonrası yapılan değişikliklerin başında, döviz kuruna dayalı istikrar programının sona erdirilerek dalgalı döviz kuru rejimi uygulanmaya başlanmıştır.

- Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı

Bu dönemde yapılan bir diğer gelişme Güçlü Ekonomiye Geçiş Programıdır. Bu program ile temel olarak, mali disiplin ve yapısal reform tesisi, enflasyonla güçlü bir şekilde mücadele ve sürdürülebilir büyüme amaçlanmıştır.

- TCMB Kanunu'ndaki değişimler

Kriz sonrası atılan bir diğer önemli hamle Merkez Bankası Kanunu'nda yapılan değişiklik olmuştur. Değişen yasa ile genel çerçevede; fiyat istikrarını sağlamak ve bu amaç doğrultusunda gereken tedbirleri almak, Merkez Bankasının temel amacı olarak tespit edilmiştir (www.tcmb.gov.tr).

2002-2005 Arası (Örtük Enflasyon Hedeflemesi Dönemi)

Merkez Bankası; 2002 yılında, para politikasının asli hedefinin enflasyona yönelik olduğunu duyurmuştur. 2002-2005 dönemi bu hedef dolayısıyla para politikasının etkinliğini kısıtlayan hususların bertaraf edilmesine yönelik olarak kararların alındığı ve uygulandığı bir dönem olmuştur. Alınan kararlar ve atılan ön adımlar dolayısıyla bu dönem "Örtük Enflasyon Hedeflemesi Rejimi olarak nitelendirilmektedir (www.tcmb.gov.tr).

2006 Sonrası (Enflasyon Hedeflemesi Dönemi)

2002-2005 yıllarındaki alınan karar ve uygulamalar enflasyon ile mücadele açısından başarılı olarak değerlendirilmiş ve geçiş döneminin neticesi olarak ön koşulların sağladığı kabul edilerek 2006 yılından itibaren Enflasyon Hedeflemesi Rejimi uygulanmaya başlanmıştır (www.tcmb.gov.tr).

2010 Yılı Sonrası (Küresel Kriz Sonrası Para Politikası Dönemi)

2008-2009 yıllarında yaşanan küresel finansal kriz gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomileri için olumsuz etkilerde bulunmuştur. Yaşanan bu kriz sonunda finansal istikrarın göz ardı edilmesinin orta ve uzun vadede makroekonomik istikrarı ve fiyat istikrarını tehdit edebileceği sonucu çıkarılmıştır. Sonuç olarak politikalar revize edilmiş ve Merkez Bankası; birden fazla faizin araç olarak kullanılması ile aktif likidite politikasına dayalı esnek bir politikada karar kılınmıştır(www.tcmb.gov.tr).

3.3. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Örgütlenmesi

3.3.1. Kurum Yapısı

TCMB, yönetim, merkez teşkilatı, şubeler ve temsilcilikler olmak üzere dört alt gruptan oluşur (www.tcmb.gov.tr).

Yönetim:

1. Genel Kurul: Bankanın yönetim kurulunun üyeleridir. Yılda bir kez toplanırlar. Yıllık raporları değerlendirmek, denetleme kurulu üyelerinin seçimi, sermaye artırımını, vb. konularda yetkilidir. Genel kurul üyeleri bünyesindeki hisse sınıfı tiplerine göre dört kategoriden meydana gelir,

A Sınıfı Hisse Sahipleri: Sadece Türkiye Cumhuriyeti Hazine'sine ait olup hiçbir suretle bu hissenin oranı %51'in altına inemez.

B Sınıfı Hisse Sahipleri: Türkiye'de bulunan ulusal bankaların sahip olduğu hisse senetleridir.

C Sınıfı Hisse Senetleri: İmtiyazlı şirketler ve yabancı bankaların sahip olduğu hisse senetleridir. En fazla %6 oranında olabilmektedir.

D sınıfı hisse senetleri: Yalnızca Türk uyruğuna sahip kişi ve ticari kuruluşların sahip olduğu hisse senetleridir.

2. Banka Meclisi: TCMB'nin en üst karar organıdır. Meclise TCMB başkanı başkanlık eder. Bir başkan ve altı üyeden oluşur. Üyelerin görev süreleri üç yıl ile sınırlıdır. Üyeler tekrar seçilme hakkına sahiptirler. TCMB'nin para politikasının tespiti de dâhil, bankanın işleyişine yönelik kararları alma yetkisine haizdir.

3. Para Politikası Kurulu: TCMB Başkanı, Başkan Yardımcıları ve banka meclisince seçilen bir adet üyeden oluşur. Asli görevi para politikasının tespiti ve hükûmetle koordineli enflasyon hedeflemeleri yapmak ve halkı bu konularda aydınlatmaktır.

4. Denetleme Kurulu: A tipi bir, B tipi iki, C tipi bir ve D tipi bir olmak üzere bahse konu hisse sahiplerince seçilen toplam dört üyeden oluşur. Hesapların incelenmesi

konusunda yetkilidir.

5. Başkanlık: Başkan ve dört adet başkan yardımcısından oluşur. Başkan, banka meclisinin aldığı kararların ve para politikasının yönetilmesinden sorumludur.

6. Yönetim Komitesi: TCMB Başkanı ve başkan yardımcılarını bünyesinde barındırır. Yönetimle ilgili kararları almak, gerek görülen hususlarda yönetmelik hazırlamak ve iç koordinasyonu sağlamak konularında görevlidir.

Merkez Teşkilatı

1.Araştırma Genel Müdürlüğü: Para politikası için model hazırlamak, analiz ve ar-ge çalışmaları icra etmek ve rapor tanzimi hususlarında görevlidir.

2.Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü: Bankanın yetkili olduğu alanlardaki finans kuruluşlarını takip etmek ve bu alanda bahse konu kuruluşlar ve kurumlarla ilişkileri yönlendirmekten sorumludur.

3.Banknot Matbaası Genel Müdürlüğü: Banknot ve kıymetli evrak basımı ile görevlidir.

4.Baş Hukuk Müşavirliği ve Hukuk İşleri Genel Müdürlüğü: İşlemlerin tesisinde hukuki destek sağlar.

5.Bilişim Teknolojileri Genel Müdürlüğü: Gerekli yazılımsal ve donanımsal alanlarda destek sağlayarak bilişimle ilgili tüm alanlara ve aygıtlara işlerlik kazandırır.

6.Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü: TCMB'nin uluslararası kurum ve kuruluşlar ile ilişkilerini yönlendirmekle görevlidir.

7.Emisyon Genel Müdürlüğü: Banknotlarının piyasadaki hareketini ve dolaşımını sağlamak ve gerektiğinde değiştirmekle görevlidir.

8.Güvenlik ve Savunma Sekreterliği: TCMB'nin tehlike ve tehditlere karşı güvenliğini kolluk birimleri ile koordineli şekilde yürütür.

9.İç Denetim Genel Müdürlüğü: Banka birimlerinin etkin çalışmasını denetler.

10.İletişim Genel Müdürlüğü: Halkı bilgilendirmek ve sekreteryaya alanındaki faaliyetleri yürütür.

11.İnsan Kaynakları Genel Müdürlüğü: İnsan kaynakları ihtiyaçlarının tespiti, karşılanması ve özlük hakları alanlarında yetkili ve görevlidir.

12.İnşaat ve Malzeme Genel Müdürlüğü: İhtiyaç duyulan taşınır ve taşınmaz tüm malların temini ve işlerliğinden sorumludur.

13.İstatistik Genel Müdürlüğü: Bankanın faaliyetlerine ışık tutmak için veri toplayan ve değerlendiren bölümdür.

14.İşçi Dövizleri Genel Müdürlüğü: Ülke dışındaki işçilerin Merkez Bankası bünyesindeki hesaplarla ilgili işlemleri yapar.

15.Muhasebe Genel Müdürlüğü: Tutulması gereken defterler ve ödeme sistemlerinin yönetilmesi hususlarında yetkilidir.

16.Piyasalar Genel Müdürlüğü: Bankanın para politikası ve rezerv değerlendirilmesi konularında görevlidir.

17.Teftiş Kurulu Başkanlığı: Birimlerde gerek görüldüğünde teftiş yapmakla görevlidir.

Şubeler:

Yurt içindeki temel faaliyetlerinin icrasını sağlamak maksadıyla kurulmuş teşkilattır. Toplam 21 adet şube mevcuttur. Bunlar alfabetik sırayla şunlardır:

Adana, Ankara, Antalya, Bursa, Denizli, Diyarbakır, Edirne, Erzurum, Eskişehir, Gaziantep, İskenderun, İstanbul, İzmir, Kayseri, Kocaeli, Konya, Malatya, Mardin, Mersin, Samsun, Trabzon ve Van şubeleridir.

Yurt Dışı Temsilcilikler

Yurtdışı temsilcilikler, görev alanına giren yerlerde TCMB'yi temsile yetkili ve görevlilerdir. Londra, Frankfurt, Washington, New York, Tokyo, Pekin ve Doha olmak üzere yedi yurt dışı temsilciliği bulunmaktadır.

3.4. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB)'nin “Bağımsızlık” ve “Şeffaflık” Tanımı

3.4.1. Bağımsızlık

Merkez bankalarının asli olarak gerçekleştirmeleri gereken görevlerinin başında ulusal para biriminin değerinin stabilitesi ve fiyat istikrarı gelir. Bu görevin icrası esnasında bağımsız olarak çalışmak en önemli hususlardandır. Fiyat istikrarının sağlanmasına ve idamesine yönelik çalışmalar kredibilitiyi (güvenilirliği) artırır ve kredibilitenin ön plana çıkması bağımsızlık tartışmalarını da zirveye taşımaktadır. Güvenden yoksun olan bir istikrar programı kesinlikle başarısız olacaktır (Altuğ, 2001:103). Buradan hareketle, merkez bankasının politikalarının her aşamasında, hedefler ve bunun aksi yönünde olan tehditler kamuoyunun bilgisi dâhilinde olmamalıdır (Oktar, 1998a: 11–13) Çünkü, merkez bankasının yaptığı işlemlerin şeffaf ve kamuoyu tarafından anlaşılır olması ekonomi birimlerince mantıken kabul edilme ve güvenilme oranlarını artıracaktır ve bu da ekonominin merkezinde yer alan bir kurum için görevini tam anlamıyla yerine getirme ödülü ile karşılaşılmasını sağlar (Tokgöz, 1995: 6). Buna karşın, yürütülen para politikasına yönelik kararlar merkez bankası ve hükümet erkinin uzlaşmasıyla alınmalıdır. Aksi bir çatışma halinde, para politikasına güven azalacak ve bu da istikrarı eksi yöne doğru ilerletecektir. İşte tam burada önemli olan husus son kararın merkez bankası tarafından verilmesidir. Yoksa bağımsızlıktan ve istikrardan söz edilemez (Oktar, 1998b: 9-11).

Merkez bankasının bağımsızlığı hususunda temel alınabilecek üç konu mülkiyet yani sermayenin devlete ait olmaması, personel yani görev yapan kişilerin seçiminin vs. bağımsız olması ve fonksiyonel bağımsızlık yani yaptığı faaliyetlerde bağımsızlıktır (Dileyici ve Özkıvrak, 2000: 1). Buna karşı demokratik toplumlarda siyasi iradenin ekonomi politikalarına bir etkisi ve yönlendirmesi söz konusudur. Politikacıların görevlerinin icrasında ve halk nezdinde kabul görmelerinin ve seçilebilmelerinin büyük oranda ekonomi ile ilgili olduğu yadsınamaz lakin olması gerekenden fazla ilgi ve etki merkez bankasının bağımsızlığı prensibini dolayısıyla istikrarı sekteye uğratar (Oktar, 1996: 68). Buradan hareketle merkez bankasının yürüttüğü para politikasının özerk olması biraz sorunludur. Siyasi iradeden tam anlamıyla bağımsız olması sağlanamaz. Çünkü yasal düzenleme yapma yetkisi mevcuttur ve bu hakkını kullanabilir ve bu durum merkez bankasının para politikalarında değişikliğe sebep olabilir. Ayrıca burada açığa kavuşturulması gereken kısım

ve merkez bankasının bağımsızlığı ile ilgili hususun kapsamı araç bağımsızlığıdır, siyasi iradeden amaç bağımsızlığı olması söz konusu değildir. Çünkü tüm politik sistemler ve olgular devletin ve halkın menfaatine hareket etme sözü vererek seçilirler ve açıkladıkları politik sistemler ve yollar da en azından teoride bu minvalde olmalıdır. Dolayısıyla merkez bankasının da milli menfaatlere aykırı ya da nötr hareket etmesi söz konusu değildir. Ek olarak, merkez bankası bağımsızlığı bankanın başına buyruk hamle ve hareketlerde bulunması olmayıp. Sorumluluk ve şeffaflık kavramlarından ayrı düşünülmemelidir. Merkez bankasının hedefi ve bağımsız politika araçları olsa da hesap verebilirlik kavramı ile tamamlanması beklenir (Barışık, 2004).

TCMB'nin şeffaf olması da ekonomik istikrara hizmet edeceğinden milli menfaatlere uygun olan bir hareket olup dolayısıyla hükümet politikalarını da olumlu etkileyebilmektedir. Bu kapsamda hükümetlerin de şeffaflık konusunu desteklemesi ve hem ulusal hem de uluslararası sahada TCMB'nin itibar artışının dolaylı ve direkt etkileri ile Türkiye Cumhuriyeti'nin milli beka ve istikrarını etkileyeceği değerlendirilebilir. Bu şeffaflığın tesisi için ise hesap verebilirlik önem arz eden hususlardan biridir. Tüm bu hususlar göze alındığında TCMB'nin bağımsızlık politikası şunları kapsamaktadır:

Yasal Bağımsızlık; bu kavram temel manada Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın bağımsızlığının kanunlarla korunması anlamına gelmektedir. Bu kapsamda, TBMM tarafından çıkarılan 4651 ve 1211 sayılı kanunların TCMB'nin görev ve yetkilerini düzenleyen bölümünün bünyesindeki 4. Maddesinde yapılan değişiklik ile bankanın temel amacının fiyat istikrarına yönelik olduğu belirtilmiştir. Bu düzenleme vasıtasıyla yasama organı TCMB'nin temel politikasına yönelik bir yön belirlemiş olup TCMB bu amaca yönelik hamlelerini hükümetin büyüme ve istihdam programlarına paralel olarak yapacağına yönelik ibareler yer almıştır (Eroğlu, 2009: 202). Bu çerçevede TCMB'nin bağımsızlığını tam olarak sağlayamayacağı, hükümet tarafından baskı altında kalabileceği düşünülebilir. Ancak bahse konu bağımsızlık kavramı, merkez bankasının hiçbir iradeyi ve kavramı politikalarına dâhil etmemesi ve koordinasyona aykırı hamleleri olmayıp hükümetle ve diğer ekonomi bileşenleri ile koordineli hareket etmesine yol açmaktadır (Akyazı, 2008: 83).

Politik bağımsızlık; TCMB'nin hedeflerini hükümetin siyasi baskısı olmaksızın belirleyebilmesidir. Yani ekonomi politikasının gerektirdiği amaçlar doğrultusunda para politikasını yönlendirirken herhangi kişi ve kurumdan emir almaması öneme haiz

görülmektedir (Kılıç, 2002). Buradan hareketle önemli görülen bir başka husus ise hükümetle arada çıkan ihtilaflar ve sorunlarda bankanın yasal haklarını savunan düzenlemelerin bulunması gerektiğidir.

Ekonomik bağımsızlık; merkez bankasının para politikasına yön verirken kullanması gereken tüm araç ve sistemlerin sınırlandırılmaksızın kullanılabilmesidir. Yani hükümete sağlanan kredi finansmanı gibi kaynaklara ne kadar az pay verilirse, buna paralel TCMB 'de o kadar bağımsızlaşmış olur. Merkez bankasının sağladığı kredileri devamlı surette değil de geçici olarak vermesi bağımsız seviyesine olumlu katkılar yapmaktadır. Ayrıca burada merkez bankasına verebileceği kredi miktarında bir sınırlandırma getirilmişse de bağımsızlık seviyesi yukarıya çıkacaktır (Kılıç, 2002).

Bütçesel bağımsızlık; TCMB'nin bütçe ve kâr hesaplarının hareket ve dağılımlarına yönelik hükümetin yasal olarak herhangi bir yetkisi yoktur. Bu durum TCMB'nin bağımsızlığının yasalar aracılığıyla korunduğunu göstermektedir. TCMB araç bağımsızlığı ile finansal istikrarı tesis etmek ve devam ettirmek amacıyla uygulamalarına devam etmektedir. Merkez bankasının anonim şirket olması ve para politikasını kendisinin belirlemesine yönelik yetkili olması bağımsızlığının garantiye alınması konusunda en önemli faktörlerdir. Bu kapsamda, TCMB'nin bireysel, kurumsal ve mali bakımdan bağımsızlığı görülmektedir (TCMB, 2012).

3.4.2. Şeffaflık

Literatür incelendiğinde şeffaflık kavramı üzerine yapılan tanımlamalarda şeffaflık, bilgi, hedef ve işlevsel şeffaflık olmak üzere 3 şekilde sınıflandırılmıştır.

- Bilgi şeffaflığı; TCMB'nin gelecek dönemlerde enflasyon tahminine dair iktisadi veriler konusunda, amaç şeffaflığı; amaçları arasından hangisine öncelik vereceğini, operasyonel şeffaflık ise, kısa dönem içindeki faiz oranlarının hedefleri ve döviz piyasasına yönelik hamlelerin kamuoyuna duyurulması şeklinde tanımlanabilir (Kansu, 2007:60).
- Hedef şeffaflığı, enflasyon veya büyüme gibi hedeflerin sayısal bazda merkez bankası tarafından duyurulmasıdır. Bilgi şeffaflığı, enflasyon oranlarına yönelik tahminler ve bunlara yönelik modelleri ve diğer ekonomik verileri kapsayan bir şeffaflık tesis edilmesidir.
- İşlevsel şeffaflık ise, kısa vadeli faiz oranları ve döviz kuruna yönelik müdahaleler gibi temel ekonomi politikası araçlarına yönelik kararların deklaresini içermektedir. İlave olarak, bahse konu politika ve hamlelerdeki kararların alınma şekli, toplantıların özetleri ve oylama kayıtları gibi hususların da kamuoyu ile paylaşılması da işlevsel şeffaflık bünyesine dâhil edilmektedir (Carpenter,2004: 3).

3.5. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'nin Hesap Verebilirliği

TCMB'nin politik baskıya maruz kalmaması yani bağımsız olması ve açıkça hesap verebilir olması durumunda enflasyon oranının daha düşük ve istikrarlı seviyelerde olup olmayacağına ilişkin ilk çalışmalar 1985 yılında yapılmaya başlanmış olup yapılan analizlerde yasal bağımsızlık tabiri ilk defa literatüre geçmiştir (Kaya, 2007:3).

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın hesap verebilirliği denildiğinde, bağımsızlıktan ve şeffaflıktan ayrı bir olgu akla gelmemelidir. Literatüre göre hesap verebilirlik kavramı, TCMB'nin araç bağımsızlığı bulunmasına rağmen belli bir hedefe ulaşamaması durumunda bunu ilgili çevrelere açıklama yükümlülüğünün olması ve ortadaki başarısızlığa ya da aksi başarı durumunda ceza-ödül prensibini işletmesidir (Arslan, 2003:24).

TCMB fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik olarak uyguladığı tüm politikalardan kamuoyuna ve siyasi idareye karşı sorumludur. Burada tekrardan bağımsızlık kavramı ön plana çıkmaktadır. Bağımsız olan bir merkez bankasının objektif şekilde hesap verebilir olması da bir o kadar olasıdır. Buradan hareketle hesap verebilirlik kavramını iki başlık altında inceleyebiliriz. Birincisi, merkez bankasının belirlediği hedeflere ulaşamaması olasılığı arttığında bu durumu açıklaması anlamına gelen 'ex-post hesap verebilirlik', ikincisi, öngörü değerleri ile hedef değerler arasındaki sapma ortaya çıkarsa bu durumu açıklama zorunluluğu olan 'ex-ante hesap verebilirlik'tir (Parasız ve Ekren, 2015:556).

TCMB hesap verebilirliğinin eldesini bağımsızlığından, yani dolaylı olarak yasadan sağlamaktadır. Tabi ki burada yasal anlamda sağlanan bağımsızlık ve hesap verebilirliğin uygulamada geçerli olması için döviz kurunun hareketleri, TCMB'nin açık piyasa işlemlerinin etkin olması, siyasi idarenin ekonomi politikasını uygulamasındaki tavrı gibi resmîyet dışı kurumsal düzenlemeler konularında da destek politikaları olması gerektiği düşünülmektedir. Türkiye Cumhuriyeti uzun süren yıllar boyunca sermaye hareketlerine yönelik serbestlik imkânı sağlamıştır. Bununla paralel olacak şekilde döviz kurunun sabit olduğu, bağımsız bir para politikası takip etmiştir. 80'lerden sonra sermaye hareketlerine serbestlik sağlayarak döviz kurunda değişkenliği baz alan bağımsız para politikasını uygulamaya başlamıştır. Her iki durumda da bağımsız bir para politikası olsa da sabit döviz kurunun uygulandığı sistemde tam bağımsızlıktan söz etmek pek mümkün görünmemektedir (Eğilmez, 2013:1).

2001 yılında Merkez Bankası Kanunu'nda bankanın hesap verme sorumluluğuna ilişkin yasal değişiklik yapılmıştır. Böylece TCMB aldığı kararlarda kamuoyuna karşı sorumlu bir hale geçmiştir. Tabii ki hesap verebilirliği olan ve bağımsız bir merkez bankası ulusal ve uluslararası platformlarda güven telkin eder. Güven telkin eden bir merkez bankası ise, hedeflerine ulaşmak için ekonomi çevrelerini daha kolay ikna eder. Aksi durumda ise bankaya karşı tereddütler oluşur. TCMB'nin hesap verebilirliği sayesinde, bilançosuna, kârına ve zararına yönelik denetim bağımsız kurullar vasıtasıyla yapılabilmektedir. Ayrıca banka faaliyetlerine yönelik her yılın nisan ve ekim aylarında Cumhurbaşkanlığına rapor arzı yapılmaktadır. İlave olarak Türkiye Büyük Millet Meclisi Plan ve Bütçe Komisyonu'na da yine yılda iki kez rapor sunulmaktadır (Öz, 2020: 68).

3.6. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının Kurumsal ve Teknik Yeterliliği

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, kurumsal olarak, Genel Kurul, Başkan, Banka Meclisi, Para Politikası Kurulu, Denetleme Kurulu ve Yönetim Komitesi bileşenlerine bağlı olan 18 genel müdürlük ve 21 şube ile görev yapmaktadır.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının tarihsel süreci incelendiğinde para politikası üzerinde fiyat istikrarını sağlamak için 2001 yılından itibaren örtük olarak, 2006 yılından itibaren ise resmi enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamıştır. Kısa vadeli faizler ise bu süreçte araç olarak kullanılmıştır.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının Teknik Anlamda İcra Ettiği Faaliyetler

Para Politikası

Para politikası; odak noktasında fiyat istikrarı, istihdam artışı ve ekonomik büyüme gibi hususları barındıran paranın maliyetine ve elde edilebilirliğine yönelik alınan kararları kapsamaktadır. Bu kapsamda sorumluluk merkez bankalarındadır. Türkiye'de Merkez Bankasının asıl amacı olan fiyat istikrarının sağlanması kanunlarla güvence altına alınmıştır. Bu maksatla özellikle enflasyon hedefine ulaşmak ise politikalar için en önemli argümandır. Fiyat istikrarının sağlanması için ve enflasyon beklentisinin yönetilmesi için merkez bankası ilk sırada politika faizleri olmak üzere diğer para politikası araçlarını kullanmaktadır. Her yıl ocak, nisan, temmuz ve ekim aylarında açıklanan enflasyon tahminleri ise bir rapor şeklinde yayımlanmaktadır (www.tcmb.gov.tr).

Piyasa İşlemleri

Piyasalar üzerinde doğrudan etkiye sahip olan Merkez Bankasının uyguladığı para politikaları ile ekonominin likiditesi düzenlenirken (para arzı) açık piyasa işlemleri uygulayan Banka ve bunların sistemlerindeki likiditenin etkin dağıtılmasını da sağlamaktadır. Merkez bankasının bir başka önemli özelliği ise son kredi makamı olmasıdır. Bu sayede özellikle likidite sıkışıklıkları ve teknik ödeme sorunlarının giderilmesi için kredi fırsatı tanımaktadır (www.tcmb.gov.tr).

Hazine İşlemleri

Hazine işlemlerine yönelik genel çerçeve ise ilgili Merkez Bankası Kanunu ile hükme bağlanmıştır. Bu kanuna göre merkez bankası Hükûmetin mali ve ekonomik müşavirlik sorumluluğunu da üstlenmektedir.

- Mali ve Ekonomik Müşavirlik:

Merkez Bankası para ve kredi politikası konusunda hükümet için bir istişare kurulu olarak çalışmaktadır. Bu doğrultuda banka hükûmetlere incelenmesi gereken faktörler konusunda detaylı yorumlarda bulunmaktadır.

- Mali Ajanlık:

Global olarak Türkiye Cumhuriyeti Devletinin mali ve ekonomik girişimleri için merkez bankasına görev verilmiştir. Bu görev mali ajanlık olarak tanımlanmıştır.

- Hazinedarlık

Hazinedarlık görevi kapsamında merkez bankasına devletin yurt içinde ve dışında bütün hazine işlemlerini yapma, tahsilat, para nakli ve havale işlemi yapma yetkisi verilmiştir.

- Hazine İhale İşlemleri

Merkez Bankası; 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun ile hazine adına mali ajanlık sıfatıyla Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) ihalelerini gerçekleştirmektedir. Yapılan bu ihale işlemleri ise genel anlamda pazartesi veya salı günleri yapılmaktadır. Yapılacak bu ihalelerin ne zaman yapılacağı konusundaki bilgiler Hazinesinin ay sonlarında yayınladığı "İç Borçlanma Stratejisi" dokümanında bulunmaktadır.

Yapılacak bu ihalelere ilişkin daha fazla detay barındıran bilgiler ise 1 iş günü öncesinde Hazine tarafından kamuoyuna duyurulur (www.tcmb.gov.tr).

Döviz Kuru Politikası

Merkez bankasının temel görevlerinden bir diğeri ise hükümet ile birlikte uygulanacak döviz kuru rejiminin belirlenmesi ve uygulanmasıdır. Belirlenen döviz kuru rejimi sonrasında bunun uygulanması ve biçimlendirilmesi yine Merkez Bankasının sorumluluğundadır. Kur politikasına yönelik uygulamalar ise hedeflenen para politikasına göre uygulanmakta politikalarda olması muhtemel değişikliklerden sonra ise hedeflerde değişebilmektedir. Özellikle 2001 yılında Türkiye’de meydana gelen mali kriz ile dalgalı döviz kuru uygulamasına geçilmiştir. Dalgalı kur uygulamasında döviz kurları piyasadan gelen arz ve talep durumlarına göre belirlenmektedir (www.tcmb.gov.tr).

Rezerv Yönetimi

Merkez Bankasının bir başka görevi ise ülkedeki altın ve döviz rezervlerinin saklanması ve yönetilmesidir. Bu kapsamda uluslararası rezervler kavramı ise genel anlamda ülkelerin para konusunda otorite olanlar tarafından kontrol edilen, başka para birimlerine çevrilebilen global ödeme aracı olarak adlandırılan varlıkları ifade etmektedir (www.tcmb.gov.tr).

3.7. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası ve Fiyat İstikrarı

Ülkeler iç finansal sistemlerini düzenlemeye yönelik yetkilerini kaybettiklerinde ulusal para birimlerinin üzerindeki para basma yetkileri dâhil tüm kontrollerini de kaybedebilirler. Bu kapsamda değerlendirildiğinde merkez bankalarının bağımsızlığı kavramı ön plana çıkmaktadır. Merkez bankasının bağımsız olması kavramı önceki bölümlerde de detaylı yer etmiş olup etkileri birçok alana yönelik olabileceği gibi tabii ki fiyat istikrarına da vardır. Merkez bankalarının büyümeye katkı sağlamak, hazine ödemeleri, gelir dağılımı yönelik hamleler gibi birçok hedeflerinin arasında en önemlisinin fiyat istikrarını sağlamak olduğu düşünülmektedir (Çolakoğlu, 2003: 64-66).

İstikrar, bir yapı ve sistemin geçici hareketler neticesinde amaçlanan dengeyi geri bulması manasına gelir. Fiyat istikrarı kavramı ise, para politikalarının ekonomik anlamda büyüme ve istihdam sağlama gibi uzun vadeli hedeflerine yönelik karar alma sürecinde etkili

olmayacak seviyede düşük ve stabil enflasyon oranını simgeler (Başçı, 2009:2).

Fiyat istikrarının olmaması çoğunlukla enflasyon olmak üzere enflasyona ve deflasyona sebep olabilir. Buradan hareketle, fiyat istikrarının kendiliğinden ortaya çıkmayacağı anlaşılabilir. Fiyat istikrarını sağlamak için bağımsız ve hesap verebilir bir merkez bankası ve onun hazırlayıp uyguladığı uzun vadeli, enflasyonla taviz göstermeksizin mücadele etmeyi baz alan bir ekonomi politikası olmalıdır. Burada önem verilmesi gereken kısım merkez bankalarının hükümetlerle koordineli bir şekilde, para politikasının en önemli amacının fiyat istikrarı olduğu düşüncesine sahip olması ve bu minvalde hamleler geliştirmesidir (Yiğit, 2009:33).

Fiyat istikrarının, sosyal ve ekonomik istikrarının sağlanmasında ön koşul olduğu unutulmamalıdır. Fiyat istikrarının tesis edilmediği durumlarda ülkelerin ekonomisi ve sosyal yapısı çok önemli zararlara maruz kalmaktadır. Bu zararlar genel kapsamda şunlardır: (TCMB, 2002; Yükseler, 2005).

- Ekonomik sahada karar mercileri, yatırıma ve tüketime yönelik kararlar verirken fiyat değişimlerini kolay ayırt edememekte ve yeterli bilgiye haiz olamamaktadır.
- Yüksek enflasyon halkın ve firmaların fiyatları algılama kabiliyetlerini tehdit etmektedir.
- Piyasada etkin rol oynayan aktörlerin öngörülerini zayıflamakta olup bu durum aracılık faaliyetini sıhhatli bir surette yerine getirememelerine sebep olmaktadır.
- Enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde yatırımcıların yaptığı uzun vadeli yatırımların ortaya çıkardığı belirsizlik, reel faiz oranlarını yükseltmektedir.
- Fiyat istikrarının tesis edilemediği dönemlerde ortama ve politikalara güvensizlikte de bir artış meydana gelmekte ve uzun vadeli iktisadi programlar uygulamaya konulamamaktadır.
- Yüksek enflasyon, adaletsiz bir gelir dağılımına sebebiyet vermektedir.
- Yüksek enflasyon, halkın vereceği kararlarda geleceği değil, geçmişini baz almalarına sebep olur. Bu sebeple, fiyatların yüksek olmasına yönelik beklenti kendi kendini besler.

Genelde merkez bankaları, fiyat istikrarını tesis etmek için faiz oranlarını ana vasıta olarak kullanmaktadırlar (Taylor,1993; Clarida vd.1997). Faiz oranlarında meydana gelen değişime paralel olarak bazı etkiler oluşmaktadır. Buna örnek olarak, merkez bankasının faiz oranlarında meydana gelen değişim bankacılık sektörünü ve çeşitli finans kuruluşlarının da sahip oldukları varlık fiyatlarını etki yapmaktadır.

3.8. Türkiye’de 2001 Yılından İtibaren Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile Uygulanan Parasal Rejimler

Türkiye 2001 yılında tüm dünyada etkisini gösteren küresel bazda finans krizinden ciddi oranda etkilenmiştir. Bu etki neticesinde bazı programlar ve politikalar geliştirmiş olup bunlara genel bazda “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP)” denilmiştir. Türkiye’nin bu hamlesi, istikrar programlarının, uluslararası ekonomi politikalarının ve “düzen tesis edici devlet” anlayışının özgün bir örneğidir. Bahse konu bu program; “enflasyon oranını makul bir düzeye indirmek, ödemeler konusundaki dengeyi sağlamak, istihdamı artırmak, sürdürülebilir ekonomik kalkınmayı tesis etmek gibi amaçlar üzerine oturtulmuş ekonomik politikalar olarak tanımlanabilir. Pratikte fiyatlar serbestken, kamu kurumlarına ait harcamalara yönelik tasarruf ve vergiden elde edilen gelirlerde ise artışı hedefleyen bir politika takip edilmesi hedeflenmiştir (Çolak, 2001: 2).

İstikrar programlarının sahip olduğu en önemli unsurların; makro düzeydeki ekonomik politikalar kapsamında inanılrlık, mali açıdan disiplinin tesisi ve idamesi ve ekonomik anlamda katkı sağlayan aktörlerin güvenilirliği olarak düşünülmektedir. Yine de istikrar programının temel başarı kriterleri, fazlaca değişkenin etkisine maruz kalmaktadır. Örnek olarak (Kaya, 1998: 207);

1. Politik anlamda istikrar ve kararlılık,
2. Şeffaflık ve iletişim,
3. Bütünsel olabilmek,
4. Kredibilite(güvenilirlik),
5. Kısa süreli programlar yerine, uzun vadeli istikrar politikası,
6. Siyasi sistemlerden ve süreçlerden etkilenmemek,

Tüm bu hususlar başarılı bir gelişim programı için çok büyük öneme sahiptir.

Küresel seviyede meydana gelen ekonomik krizlerin üstesinden gelmek için uygulanması gereken programlar genel olarak işsizlik oranlarındaki artış, ihracat gelirlerinin azalması, sahip olunan borç miktarının artışı, ekonomik anlamda büyümenin ve yapılan yatırımların oranlarındaki düşüş gibi makro düzeyde ekonomik değişkenler vasıtasıyla belirlenir (Altıntaş-Öz, 2008: 87).

Buradan hareketle, GEGP; gelirler politikası, kamu maliyesi, bankacılık, özelleştirme, yasal olarak acil düzenlemeler başlıkları altında açıklanmıştır. GEGP, Kasım 2000’de ve Şubat 2001’de meydana gelen krizlerin ekonomi piyasalarında, özellikle de bankacılık üzerinde oluşturduğu olumsuz nitelikteki gelişmeler çevresinde, istikrarlı şekilde ekonomik büyüme sağlanması, faize ve döviz kuruna yönelik istikrarın tesis edilmesiyle ekonomi bileşenlerine orta vadeli bakış açısı hazırlanması, TCMB’nin görev tanımında yenileme ve bankacılığa yönelik önlemler vasıtasıyla krizden çıkmak şeklinde birkaç aşamalı bir süreç oluşturulmuştur (Eroğlu, 2004: 104).

GEGP’nin hedefleri arasında dış ticarete yönelik hamlelerin dayandığı hususlar ise; büyüme hızında görülen düşüş ve içteki talebin azalmasıyla yapılan ithalatın geriye doğru gideceği düşüncesidir. İhracata yönelik olarak ise; rekabet alanındaki iyileşmeyle paralel olumlu etkiler öngörülmekte olduğu düşünülmektedir.

GEGP’de, TCMB’nin bağımsız olmasına ve bankacılık sisteminin revizyonuna ilişkin olarak hukuk süreçlerine ek; literatüre dâhil olan “15 günde 15 yasa” sloganıyla yapılan yasal düzenlemeler bünyesinde; telekomünikasyon ve sivil havacılık, alanlara yönelik reformlara öncelik verilmiştir. Tarımsal alanda ise, şeker ve tütün gibi endüstriyel sahada düzenleme kurumlarının tesisine ağırlık verilmiştir (Bird, 2009: 8). Önemli yapısal dönüşümü kapsayan bahse konu bu düzenlemeler, koalisyon yapısında bulunan siyasi irade tarafından dirençle karşılanmış ve aslında siyasi olarak iktidarın değişme sürecini etkilemiştir. Bu kapsamda 2001’deki Ekonomik Kriz ve GEGP ile ortaya çıkan öneme haiz sonuçlardan birisi de Kasım 2002 seçimleridir. Bahse konu hükümet bu krizin halk nezdinde oluşturduğu ağırlık neticesinde cezalandırılarak devre dışı bırakılmış olup Türk siyasetine çok uzun yıllar yön vermiş birçok politikacının da sahneden çekilmelerine katkıda bulunmuştur (Öniş, 2003: 191).

GEGP’nin; enflasyonu önlemek maksadına ilişkin olarak temel unsur olarak baz aldığı “dalgalı kur” uygulamasının manası TCMB’nin kurda meydana gelen değişikliklere hiçbir surette müdahale etmemesidir. Pek çok ülkede para piyasalarına yönelik düzenlemeler merkez bankaları aracılığıyla yapılan kur müdahaleleri ile sağlanmaktadır. 1999-2000 yıllarında, TCMB enflasyon karşıtı program kapsamında kısa süreliğine sabit kur uygulamış ancak bu sistemin geçmiş yıllarda farklı ülkelerdeki örneklerinden de yola çıkarak ticaret açığını artıracak ve devalüasyon hamlelerini tetikleyebileceği gerekçesiyle tekrardan

dalgalı kur uygulaması hayata sokulmuştur. Şubat 2001'den sonra hayta sokulan bu dalgalı kur sistemi ile Türkiye'de, TCMB aşırı dalgalı dönemlerde döviz kuruna müdahalelerde bulunmuştur ve istikrar bakımından gereken bu müdahaleler vasıtasıyla devalüasyon tahmin edilen enflasyon oranının altında seyretmiş olup bu şekilde enflasyona karşı bir politika seyredilmiştir (Somçağ, 2007: 99-145).

İstikrar programlarının başarılı olup olmadığına dair üç ana gösterge baz alınmaktadır. Bunlar; enflasyon, büyüme oranı ve fiyat istikrarı gibi miktar bakımından verilere ilaveten kamudaki harcamaların yapısı, uygulanan vergi sistematığı ve piyasanın işleyişi gibi sistemin yapısına ilişkin unsurlardır. Buradan hareketle GEGP'nin makro düzeyde ekonomik etkilerinin miktar ve yapısal kıstaslar baz alınarak birden çok dönemi içerecek biçimde incelenmesi imkân dahilinde olmaktadır. Ayrıca bu durumun Türkiye Cumhuriyeti ekonomisi bakımından belirleyici ve gözle görülebilir unsuruysa; yapısal dönüşümlerin ve reform hamlelerinin gelecek süreçte sağlayacağı kurumsal bazda gelişmelerdir. İstikrar programlarının makro düzeyde ekonomik performans tespiti için parasal göstergeler, büyüme oranları, enflasyon oranları, bütçe dengeleri ve istihdam-işsizlik oranları gibi önemli kriterlerin baz alınması sıhhatli bir programın takibi, uygulanması ve verilerin iyi analiz edilmesi için oldukça elzemdir. Öte yandan, program için amaçlanan yasal düzenlemelerin büyük bir kısmının gerçekleştirilmiş olması, ekonomik krizden kurtulmak için gösterilen çabaların etkinliğine yönelik güven tesis etmiş olup TCMB için programın uygulama safhalarında kolaylık sağlamıştır (Celasun, 2002: 17).

GEGP ile istikrarsız durumdaki ekonomi ile mücadele ederken belirlediği yöntemi daraltıcı mali politika üzerine bina edilmiş olup sıkı bir iktisadi disiplin uygulamak tercih edilmiştir. Buradan hareketle sistem somut anlamda kamu harcamalarının kısıtlanmasıyla açıklanmıştır (Yeldan, 2002: 6).

2001 Krizi sonrasındaki süreçte ülke GEGP ile birlikte; dalgalı kur uygulamasına geçmiş, kısmi anlamda siyasi ve ekonomik istikrarın tesis edilmiş olması ve Avrupa Birliği (AB) üyeliğine yönelik beklenti ve reform paketleri ile bunlara bağlı uzun vadeli dış sermaye girişlerinde artış olması gibi durumlar kalkınmada önem taşımaktadır. Bunlara ilave olarak TCMB'nin istenilen düzeye yakın seviyede özerkliğinin sağlanması ve diğer bankaların mali sistemlerinin güçlendirilmesi şeklindeki gelişmelerde bu duruma yoğun katkı sağlamıştır (Yiğitoğlu, 2005: 124).

GEGP'nin rekabet alanında yakalanan ivme ile sıhhatli bir ekonomi politikasının devamı, enflasyon ve büyüme hızındaki eksi yönde etkilenmeleri bertaraf edeceği öngörülmüştür. Bu kapsamda bu tip makroekonomik seviyedeki programların başarı ve diğer etkileri üç temel gösterge vasıtasıyla değerlendirilmektedir. Bunlar, büyüme oranı, enflasyon ve cari işlemler gibi sayısal değerler, piyasa işleyişi ve vergi sistemidir (Taşar, 2010: 85). GEGP ile gerçekleştirilen bazı düzenlemeler şu şekildedir:

Para Politikalarında Şeffaflığı ve Finans Kaynaklarını Artırma Kapsamında Yapılan Düzenlemeler; şeffaflığı ve finans kaynaklarını arttırmaya yönelik olarak tesis edilen düzenlemeler; borçlanma kanunu, bütçe ve harici fonların kapatılması, görev zararları, kamu ihale kanunu dört başlık altında gerçekleşmiştir. Buradan hareketle Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT) faaliyetlerinin düzenlenmesine ilişkin yapılan hamleler kamu zararının önüne geçmiştir. Borçlanma kanunu ile kamu kurum ve kuruluşlarının borçlanma şekillerine bir standart getirilmiştir. Kamulaştırma Kanunu vasıtasıyla, kamu yararı gözetilmek suretiyle özel hukuk tüzel kişilerine ait malların devlet ve kamu tüzel kişileri aracılığıyla kamulaştırılması sağlanmıştır. Ayrıca, kamu hukukuna bağlı olan kurum ve kuruluşların icra edecekleri ihalelerde uygulayacakları usullere yönelik olarak Kamu İhale Kanunu vasıtasıyla bir çerçeve çizilmiş olup etkin nitelikte ve küresel standartlara uygun bir sistem hedeflenmiştir (Özcan, 2009: 77).

Reel Ekonomi Kapsamında Yapılan Düzenlemeler; GEGP'nin temel hedefi saygın ve güçlü bir devlet olmak için nitelikli bir özel sektör ve sıhhatli bir piyasa ekonomisinin tesisi ve idamesidir. Bu kapsamda bahse konu bileşenler arasında bir eş güdüm öngörülmüştür (www.tcmb.gov.tr).

3.9.Temel Politika Enstrümanının Seçimi ile Kısa ve Uzun Vadeli Beklentilerin Yönetilmesi

Beklentilerin yöneltmesine yönelik olarak değerlendirilmesi gereken en önemli husus enflasyon hedeflemesi stratejisidir. Enflasyon hedeflemesi rejimi, merkez bankaların tarafından yönetilen ve fiyat istikrarının tesisi için tatbik edilen para politikasına ilişkin stratejilerden biridir. Enflasyon hedeflemesi stratejisi döviz kuruna yönelik hedeflemelerin aksi şekilde direkt enflasyon oranına yönelik oluşan bir hedeflemedir. Bahse konu bu stratejinin bir gereği olarak merkez bankaları enflasyon oranına ilişkin sayısal bir hedef belirler ve belirlenen bu hedefe ulaşılmasına çabalar. Eğer beklenti karşılanamayıp hedef

gerçekleşmez ise kamuoyunu bu konuda bilgilendirmekten ve hesap vermekten sorumludur. Bu rejimde merkez bankaları rakamsal bir hedef ilan ederek bu hedefe ulaşma konusunda güçlü bir taahhüt oluşturmakta ve hedefe ulaşamaması durumunda kamuoyuna hesap vermekle yükümlü olmaktadır. Enflasyon hedeflemesi stratejisi diğerlerinden beş temel hususla ayrılmaktadır (Mishkin, 2000a; Svensson, 2007):

- Sayısal enflasyon hedeflerinin deklarasyonu,
- Açık nitelikte bir taahhüt içermesi,
- Enflasyon tahmini hedeflemesi şeklinde nitelendirilen bir para politikası stratejisinin takibi,
- Gelecek dönem enflasyonuna etki edebilecek her türdeki bilginin nazara alınması,
- Kamuoyu ile iletişimde şeffaflık kavramının esas alınması ve hesap verebilirliğin tesisi.

Döviz kuruna endeksli rejimlerin etkisini yitirmesiyle enflasyon hedeflemesi stratejisi yaygınlaşmıştır. Ek olarak, enflasyon hedeflemesi stratejisi, alternatif stratejilerle mukayese edildiğinde daha esnek bir yapıya sahiptir. Enflasyon hedeflemesi stratejisine genel olarak bu esnekliği sağlayan, meydana gelen kısa vadeli sapmaların kabul görmesidir. İyi bir şekilde dizayn edilmiş enflasyon hedeflemesi stratejisi, merkez bankalarına, orta vadede oluşabilecek gelişmelere yönelik tepki geliştirme imkânı sağlamaktadır (Schaechter ve diğerleri, 2000). İlave olarak, enflasyon hedeflemesi stratejisi gelişen durumlara daha hızlı reaksiyon gösterilmesine ve ekonomik faaliyetlerde meydana gelen oynaklığın diğer stratejilere nazaran daha kısıtlı düzeyde olmasına da katkı sağlar (Mishkin, 2004a)

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uzun vadede görülebilecek avantajlarından birisi, kamuoyunun dikkatini kısa vadede ortaya çıkan müdahale politikalarından, düşük seviyede bulunan ve istikrarlı devam eden enflasyon gibi makroekonomik planda büyümeyi teşvik eden bir hedefe yönlendirmesidir. Ek olarak, enflasyon hedeflemesi stratejisi, yalnızca para politikasının değil, aynı zamanda maliye politikalarının da yürütülmesi kapsamında hesap verebilirliği ve disiplini artırmaktadır. Son olarak, enflasyon hedeflemesi stratejisi hem merkez bankalarının kurumsal kimliğe sahip olmalarını hem de enflasyonla mücadeleye katkı verecek reformların icrasına motivasyon sağlamaktadır (Schaechter ve diğerleri, 2000).

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin avantajlarının yanında bazı dezavantajlarının da olduğu ekonomi çevrelerince tartışılmıştır. Buna yönelik olarak, bazı ekonomistlere göre enflasyon hedeflemesi stratejisinin politika yapıcıların takdir yetkisini azalttığı ve para politikasının

karşılaştığı sürprizlere yönelik uygun düzeyde esnekliğe sahip olmadığı örnek olarak verilebilir. Bu görüşe karşı olan başka ekonomistlere göre ise enflasyon hedeflemesi stratejisi, politika yapıcının takdir ve egemenliğini artırıcı etkileri olduğu öne sürülmüştür (Blanchard, 2003).

Ayrıca enflasyon hedeflemesi stratejisi, ilan edilmesiyle hedefin gerçekleşmesi arasındaki sürede çeşitli şokların ortaya çıkmasıyla merkez bankasına duyulan güven olumsuz etkileyebilir, kısa dönemde ekonomik büyümeyi sınırlandırabilir, istihdamda artışlarını eksi yönde tetikleyebilir ve özellikle gelişmekte olan ülkelerde mali anlamda baskıyı artırabileceği için hedeften sapmalar meydana getirebilir (Şanlı, 2006). Bu durumlara ek olarak, dalgalı kur rejimindeki piyasalarda ani döviz çıkışları ulusal paranın hızlı surette değer kaybetmesine yol açabilir ve buna bağlı olarak faiz oranlarında bir dalgalanma meydana gelebilir (Yiğitbaş, 2009).

3.10. Para Politikaları ve Parasal Karar Alma Süreçleri

Para politikası, para ve para gibi araçlar vasıtasıyla ekonomide likiditenin sağlanmasını ve kontrolü ile bugün ve gelecekteki milli gelire etki etmek için tesis edilen politikalardır. Para politikasının maksadı istihdam, ekonomik anlamda büyüme, fiyat istikrarı ve ödemeler bilançona yönelik dengeyi tesis ederek idamesini sağlamaktır. Bu maksada ulaşmak için araç olarak reeskont politikası, mevduat muntazam karşılık oranları, açık piyasa işlemleri ve swap işlemleri kullanılır. Faiz oranları aşağı çekilmek istendiğinde para arzında artışa gidilerek tahvil talebi ve fiyatları artırılır. Böylece faiz oranlarında bir düşüş gerçekleştirilmiş olur. Ancak uygulamada ülkeler diğer ülkelerle etkileşim içinde olduğundan doğal olarak para politikası da bundan etkilenmektedir. Dışa dünyaya açık olan ekonomilerde faizler ve ülkeye giren döviz miktarı arasında da yoğun bir ilişki söz konusudur. Örnek olarak, faiz oranlarında düşüşe gitmek hedeflendiğinde para arzını artırmak faiz oranlarını düşürecektir. Ancak, bu hamle, yabancı yatırımcıyı faiz oranlarının daha yüksek olduğu ülkelere yönlendirip döviz kurunda bir artışa sebep olabilir. Döviz kurlarındaki bu yükselme ise tahvil arzını artırıp, talebi ters yönde hareket ettirir. Dolayısıyla tahvil fiyatlarında bir düşüş meydana gelir ve bu durum faiz oranlarını yeniden artıracaktır. İkinci bir senaryo olarak faiz oranlarında artış meydana getirmek amacıyla para arzında daralmaya gidilirse, faiz oranları ve bunun etkisiyle yabancı yatırımcıların yerli paraya talebi artacak ve döviz girişi neticesinde kur aşağı yönde hareket edecektir. Düşen döviz kuru yerli

paranın değeri kazanması demek olacağından tahvil arzı azalır, talep artacaktır. Bu da faiz oranlarının doğal bir şekilde düşmesine sebep olacaktır. Bu iki zıt örnekten anlaşılacağı şekilde merkez bankası politikaları dışarıya açık olması ekonomiye olumlu katkıları yapabilmektedir (Engin, 2011).

3.10.1. Ekonomilerde uygulanan para politikası rejimleri

Para politikalarının asli amacı piyasada fiyat istikrarını tesis etmek ve idamesini sağlamaktır. Bu amaca ters düşmemek kaydı ile hükümetlerin istihdam ve büyüme politikaları da desteklenebilir. Fiyat istikrarının tesisi ve idamesine yönelik 3 (üç) temel politika rejimi vardır. Bunlar, döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesidir. Bunlardan en çok enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanmaktadır. Çünkü para politikasında kısa vadede olumlu ya da olumsuz somut değişiklikler faiz oranları üzerinden olduğu için bağımsızlık hususunda kısıtlanan merkez bankaları başta olmak üzere, politika yapımcılar faiz oranlarını kontrol etmek istemişlerdir. Döviz kuru hedeflemesi ve parasal hedeflemenin ise fiyat istikrarının tesisinde ana amaç olmaktan çok yardımcı amaç olarak kullanılmakta olduğu gözlenebilmektedir (Yiğitbaş, 2009).

Döviz kuru hedeflemesi

Döviz kuru hedeflemesi uzun zamandır uygulamada olan yöntemlerden birisidir. Sistematiik olarak, yerli para biriminin daha düşük enflasyon oranlarına sahip ülkelerin para birimlerine endekslenmesi üzerine ortaya çıkan bir hedefleme stratejisi olduğu söylenebilir. Döviz kuru üzerinde stabil bir kontrol tesis edilmesi dış ticarete ilişkin mal fiyatlarını kontrol altına alarak enflasyonist etkileri engeller. Ek olarak, döviz kuru hedefi bünyesinde yüksek kredibilite barındırıyorsa fiyat hareketi beklentileri de buna paralel olarak sınırlanabilir. Bir diğer önemli avantajı, yerel parada meydana gelecek değer kaybı ve kazançlarında para politikasının sıkışmasını ve gevşemesini sağlaması olup kurun son derece açık ve net bir hedef olması, uygulanan para politikasının kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılmasını sağlar (Mishkin, 1999:2; Berg ve Borensztein, 2000:5-9).

Parasal hedefleme

Merkez bankaları enflasyonu düşürmek amacıyla para arzının, banka rezervlerinin, serbest rezervlerin artış hızına kısıtlama getirmesi durumuna parasal hedefleme stratejisi denir.

Parasal anlamda büyüklükler düzey ya da büyüme oranı olarak belirlenebilir. 1970'ten sonra Kanada, Amerika ve İngiltere gibi ülkeler bahse konu bu stratejiyi kullanmışlardır (Cukierman, 1999; Keyder, 2002). Bu strateji bazı dezavantajlarından ötürü 1990'lardan itibaren büyük ölçüde terk edilmiştir. Bu dezavantajlardan bazıları şu şekildedir:

- Para hedeflemesi, anlaşılması daha güç olan bir stratejidir,
- Merkez bankalarının hangi parasal büyüklüğü baz alacağı muallakta kalabilmektedir.
- Yeni finansal enstrümanlarla önceden belirlenen parasal büyüklükler önemini kaybedebilir.
- Parasal büyüklüklerin etkisinde gecikmeler olabilir.
- Faizlerde aşırı oynaklığa sebebiyet verebilir.

Bu nedenlerin etkisiyle daha öncesinde parasal hedefleme stratejisini benimsemiş ekonomiler bu stratejiden büyük oranda vazgeçmiştir.

Enflasyon hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesi, beş ana unsuru kapsayan bir para politikası stratejisidir (Bernanke ve Laubach, 1997; Mishkin, 2004b;):

- 1) Enflasyon için orta vadeli sayısal hedeflerin kamuoyuna duyurulması;
- 2) Diğer hedeflerin tabi olduğu para politikasının birincil hedefi olarak fiyat istikrarına yönelik kurumsal bir taahhüt;
- 3) Politika araçlarının belirlenmesine karar vermek için sadece parasal toplamlar veya döviz kurunun değil birçok değişkenin kullanıldığı bilgi içeren bir strateji;
- 4) Para otoritelerinin planları, hedefleri ve kararları hakkında kamuoyu ve piyasalar ile iletişim yoluyla para politikası stratejisinin şeffaflığının artırılması;
- 5) Enflasyon hedeflerine ulaşmak için merkez bankasının artan hesap verebilirliği.

Enflasyon hedeflemesi, para politikası için orta vadeli bir strateji olarak çeşitli avantajlara sahiptir. Döviz kuru sabitlemesinin aksine, enflasyon hedeflemesi para politikasının yurt içi konulara odaklanmasını ve yurt içi ekonomideki şoklara yanıt vermesini sağlar. Diğer bir olası para politikası stratejisi olan parasal hedeflemenin de aksine, enflasyon hedeflemesi, para ve enflasyon arasındaki istikrarlı bir ilişkinin kurulması için kritik bir avantaja sahiptir. Enflasyon hedeflemesi, kamuoyu tarafından kolayca anlaşılması ve dolayısıyla oldukça şeffaf olması gibi önemli bir avantaja da sahiptir. Enflasyon için açık bir sayısal hedef, merkez bankasının hesap verebilirliğini artırdığından, merkez bankasının zaman tutarsızlığı tuzağına düşme olasılığını azaltma potansiyeline de sahiptir. Uzun vadede ekonomik

büyümei artırmak, işsizliği azaltmak, dış rekabet gücünü artırmak gibi katkıları söz konusu olabilir. Enflasyon hedeflemesinin bu sonuçları sağlaması için, fiyat istikrarını merkez bankasının birincil hedefi haline getirecek güçlü bir kurumsal taahhüt olmalıdır (Mishkin ve diğerleri, 2001; Fraga ve Goldfajn, 2003).

Enflasyon hedefleme rejimlerinin bir diğer önemli özelliği, enflasyon hedeflemesi ile ilişkili politikanın şeffaflığının merkez bankasını halka karşı oldukça hesap verebilir hale getirme eğiliminde olmasıdır.

3.11.Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Gereklilikleri ve Uygulama Yöntemleri

Para otoritelerinin ulaşmayı amaç edindikleri orta vadedeki sayısal enflasyon oranını hedef olarak kamuoyuna deklare etmesi, enflasyon hedeflemesi stratejisi olarak nitelendirilmektedir. Bahse konu olan bu sayısal hedef, bir aralık yahut bir nokta olabilir (Mishkin ve Posen, 1997: 9). Bu stratejinin gündeme gelmesindeki nedenler kısaca şunlardır:

- Alternatif stratejilerin uygulanmasında ve devamındaki başarısızlıklar,
- İktisat teorisindeki yenilikler,
- Enflasyon hedeflemesinin daha anlaşılır ve net bir strateji olması,
- Kısa sürede sonuçların gözlemlenebilmesidir.

Para otoriteleri, enflasyon hedeflemesi stratejisinden önce “örtük enflasyon hedeflemesi” diye adlandırılan para politikası argümanını seçebilirler. Örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi; enflasyon hedeflemesi stratejisinden önce gerekli görülen ekonomik ve kurumsal altyapının kurulması için gelecek dönem enflasyonunu baz alan bir para politikasının tercih edilmesidir. Bu stratejinin, enflasyon hedeflemesinden önce kullanılması durumunda para otoritesine olan güvenilirliği artırmak için çeşitli düzenlemeler yapılır. Bu kapsamda merkez bankasının şeffaflık, bağımsızlık ve hesap verebilirlik seviyeleri artırılır ve enflasyon oranını uygun seviyelere çekmek ve orada tutmak amacıyla daraltıcı talep politikaları işleme konulur. Buradan hareketle, enflasyon oranı belli seviyelere düşürülmeden ve sonraki dönem enflasyonunun belirsizliği indirgenmeden enflasyon hedeflemesi stratejisi sıhhatli bir şekilde uygulamaya konulamayabilir Örtük enflasyon hedeflemesi uygulanırken, parasal otoritenin güvenilirliğini arttırıcı düzenlemelerin kalıcılığı için şunların uygulanması önem

arz etmektedir (Orhan ve Erdoğan, 2007: 391-394):

- Ekonomi birimlerinin, politika uygulayıcılarına anti enflasyonist politikalardan sapılmayacağı hususunda güvenmesi,
- Deklare edilen enflasyon hedeflerine ulaşılması,
- Enflasyonu artırıcı güçlü dinamiklerin etkisinin ortadan kalkmasıdır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin sağlıklı yürütülmesinde önemli bir paya sahip olabilen örtük enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasını müteakip, enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı olması için bazı ön koşulların yerine getirilmesi uygun olacaktır. Bunlar üç temel husus olarak şu şekildedir:

Para politikasının fiyat istikrarı hedefi üzerine odaklanması: Para otoritesi sadece belirlediği enflasyon hedefine ulaşmayı hedeflemeli ve büyüme, istihdam düzeyi, döviz kuru istikrarı gibi diğer hedefleri seçmemelidir. Örneğin, enflasyon hedeflemesi sistemi sabit döviz kuru sistemi altında çalışmaz. Bu nedenle doğrudan enflasyon hedeflemesi stratejisini seçen ülkeler sabit döviz kuru sisteminden vazgeçmek zorunda kalmaktadır. Öte yandan enflasyon hedeflemesi rejimini başarıyla uygulayan ülkelerde fiyat istikrarı ile dolaylı ilişkisi olan diğer hedeflere ulaşıldığı gözlemlenmiştir. Ancak bu başarının sağlanmasında en önemli unsurun fiyat istikrarı hedeflerinin yeterli güvenilirliği (güvenilirliği) olduğu ileri sürülmektedir. Toplam istihdam hedefinin enflasyon hedefiyle uyumsuz olması gerekmez. Uzun vadede enflasyon hedefinin gerçekleşmesinin para politikasının tüm istihdam hedefinin tamamlanmasına en önemli katkıyı sağlayacağı belirtilmektedir (Leiderman ve Lars, 1995: 1).

Kısa vadede, iki hedef arasında bir değiş tokuş vardır. Finansal yaklaşımın talep şokuna tepkisinin tam istihdam ve enflasyon hedefleri bağlamında aynı olduğu söylenebilir. Merkez bankalarının amaçlarından birinin finansal piyasalarda istikrarı sağlamak olduğu bilinmektedir. Bu hedefin enflasyon hedeflemesi stratejisi ile uyumlu olması şart değildir. Kriz içinde olan bankacılık sektöründen gelen deflasyonist baskıların uzun vadede enflasyon hedefinden sapmalara yol açabileceği belirtiliyor. Kısa vadede, merkez bankası enflasyon hedefine ulaşmak için kısıtlayıcı bir para politikası uygulama çelişkisiyle karşı karşıya kalabilir. Bu uygulama bazı finansal kurumların varlığını tehlikeye atmaktadır. Enflasyon hedeflemesi strateji rejimlerinde para politikası ile maliye politikaları arasında dolaylı da olsa bir etkileşim olduğu kabul edilmektedir. Para politikası, maliye politikasının enflasyon

üzerindeki etkileri dikkate alındığında operasyonel olarak karşımıza çıkmaktadır. Maliye politikasının genel olarak enflasyon hedefini desteklediği bilinmektedir. Örneğin, yüksek kamu borç stoku, merkez bankasının en azından kısa vadede enflasyon hedefini tutturmayacağı beklentisini güçlendiriyor. Sonuç olarak, kamu borcu nedeniyle faiz oranları yükselmekte, bu da devletin borç yükünün ve dolayısıyla borç stokunun artmasına neden olabilmektedir. Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan çoğu ülkede, hükümetlerin kamu borcunu finanse etmede enflasyonu bir araç olarak kullanma girişimlerini önlemek için enflasyona endeksli borçlanma senetleri ihraç edilmektedir (Mishkin, 2000b: 106).

Merkez bankasının bağımsız hamlelerde bulunabilmesi: Merkez bankasının bağımsızlığını temel olarak, fiyat istikrarını sağlarken uygulanacak para politikası rejimini ve kullanacağı finansal araçları kendi kararları ile seçmesi ve uygulaması olarak tanımlayabiliriz. Kurumsal olarak bağımsız bir merkez bankası, siyasi müdahaleye maruz kalmadan para politikası uygulayabilmelidir. Öte yandan, mali ve idari özerkliğe sahip olmak, merkez bankasının bağımsızlığını ölçen bir diğer önemli unsur olarak görülmektedir. Ayrıca, merkez bankası bağımsızlığının resmi olarak tanınması için, nihai fiyat istikrarı hedefinden sorumlu tek merci olarak yasal bir atama yapılmalıdır. Merkez bankasının asgari koşullarda bağımsız olması koşuluyla, enflasyon hedeflemesi rejimini benimseyen bir ülkede maliye politikalarının para politikası uygulamalarına üstünlüğü olmamalıdır. Bu da hükümetin merkez bankasından borçlanmasının ya eksik düzeyde tutulduğu ya da hiç tutulmadığı anlamına gelmektedir. Aksi takdirde, merkez bankasının hükümetin taleplerini yerine getirmek zorunda kalması nedeniyle ortaya çıkan enflasyonist baskılar para politikasının etkinliğini azaltmaktadır (Alvaro ve Goodhart, 1998: 56).

Mali piyasaların gelişmiş olması: Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı bir şekilde uygulanabilmesi ve enflasyonun hedeflenen düzeyde tutulabilmesi için para otoritelerinin kullanacağı parasal araçların etkin işleyen para, sermaye ve döviz piyasalarında bulunması gerekmektedir. Finansal piyasaların kullanılan ekonomik araçlara yeterince hızlı tepki verememesi, enflasyon hedeflerinden sapmalara yol açabilmektedir. Ayrıca finansal piyasaların kamu borçlanmasını devlet tahvili gibi araçlarla karşılayacak derinliği de merkez bankasının kamu borçlanmasındaki yükünün azaltılması veya hiç olmaması açısından önemlidir. Teorik olarak, yukarıda belirtilen ön koşulları sağlayan ülkeler enflasyon hedeflemesi rejimine dayalı bir para politikası uygulayabilirler (Neumann ve diğerleri, 2002: 127).

Fiyat istikrarı hedefine ulaşmak için çoğu ülkede para politikaları uzun süredir para büyüklükleri ve döviz kurları kullanılarak yürütülmektedir. Ancak finansal yeniliklerin para büyüklükler, nominal gelir ve enflasyon arasındaki bağların tahmin edilebilirliği büyük oranda azaltması, parasal hedefleme stratejisinden ayrılmalara hız vermiştir. Öte yandan, döviz kuru hedeflemesi finansal olarak zayıf yapıdaki ekonomilerde krizlere sebep olduğu için ülkelerin birçoğu dalgalı döviz kuru uygulaması ile bu stratejiyi terk etmişlerdir. Bu parasal hedefleme ve döviz kuru stratejilerinden tahmin edilen verim alınamayınca gelişmiş ülkelerin bazıları dâhil olmak üzere 1990'larla beraber para politikasını yönetme konusunda başka bir strateji olan enflasyon hedeflemesine geçtiler. Daha sonra bu deneyim diğer ülkelere de sirayet etmiştir. Buradan hareketle enflasyon hedeflemesi stratejisi, meydana gelen gelişmelerin ve tecrübelerin neticesinde para politikasına yönelik gelişen bir strateji olarak kabul edilmektedir. Hali hazırda enflasyon hedeflemesi dünyanın birçok ülkesinde uygulanmakta olan bir para politikası stratejisidir. Avrupa Parasal Birliği'ne dâhil olan ülkeler dışındaki ülkeler, mevcut dönemlerde stratejiyi uygulamaktan vazgeçmemiştir (Roger ve Stone, 2005:4).

3.11.1.Enflasyon Hedeflemesinin Tanımı

Günümüzde birçok merkez bankası tarafından fiyat istikrarının birincil amaç şeklinde belirlenmiş olması ve bazılarının enflasyon hedefleyicisi olarak nitelendirilmesi, yalnız fiyat istikrarı kriteri dikkate alınarak enflasyon hedeflemesi tanımlamak çok yeterli olmayacaktır. Buna en güzel örnek Avrupa Merkez Bankası (ECB)'dir. Avrupa Merkez Bankası (ECB), fiyat istikrarı olgusu para politikasının temel amacı olarak belirlenmiş olsa da enflasyon hedefleyicisi olarak görülmemektedir. Dolayısıyla yapılacak bir tanımda enflasyon hedeflemesine yönelik ayırt edici nitelikteki özelliklerin sunulması gerekir. Literatürdeki en kapsamlı tanımları şu şekildedir (Bernanke ve diğerleri, 1999:4):

Enflasyon oranına yönelik yıllık ya da daha uzun bir zaman dilimini içeren resmi mahiyette sayısal bir hedefin kamuoyuna deklare edildiği ve fiyat istikrarının para politikasının en temel hedefi olarak kabul edildiği bir sistemdir. Enflasyon hedeflemesinin diğer özellikleri ise para politikasının ilerleyen aşamalarına yönelik olarak kamuoyu ile etkin bir iletişim kurmak, şeffaflığa azami önem veren bir politika işletmek ve söz konusu hedeflere ulaşmak için merkez bankası açısından hesap verebilirliğe önem atfetmektir.

Bu tanımdan hareketle enflasyon hedeflemesi (Bernanke, 2003:2-3),

- Belli bir zaman dilimine sahip,
- Sayısal hedeflemeleri kamuoyuna bilgi veren,
- Fiyat istikrarını para politikasındaki ana hedef belirlemiş,
- Merkez bankasının şeffaflığına ve hesap verebilirliğine azami önem veren,
- Merkez bankasının sayısal nitelikte enflasyon hedefi ilan etmek suretiyle, geleceğe yönelik genel surette bir para politikası stratejisidir.

3.11.2.Enflasyon Hedeflemesinin Sağlanmasındaki Ön Şartlar

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanabilmesi için merkez bankasının bağımsızlığı, şeffaflığı, hesap verebilirliği ve enflasyon hedefinin önceliği gibi bazı ön şartların olması gerekmektedir.

Merkez Bankası Bağımsızlığı

Merkez bankasının bağımsızlığı; amaç, araç ve hedef bağımsızlığı olmak üzere üçe ayrılır. Amaç bağımsızlığı, merkez bankasının yapacağı hamlelere yönelik amacını siyasi bir baskıya maruz kalmadan tespit edebilmesidir. Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan merkez bankaları amaç bağımsızlığını bünyesinde barındıramaz. Başka bir deyişle para politikasına merkez bankası değil, hükümet yön verir. Demokrasiyi benimsemiş ülkelerde politika yapan kişi ve oluşumların hesap verme gerekliliği para politikasını uygulama amaçlarının hükümet tarafından tespit edilmesini önerir. Buradan hareketle merkez bankası amaç bakımından bağımsız değil, bağımlıdır düşüncesine varılabilir. İlave olarak, fiyat istikrarının da tespiti ve uygulanması sorumluluğu hükümete aittir denilebilir. Bu durum maliye ve para politikası arasında bir uyum tesis edeceğinden zaman tutarsızlığını devre dışı bırakır (Mishkin, 2000c:5-6).

Merkez bankası bağımsızlığına yönelik ikinci esas araç bağımsızlığıdır. Bu kavram, merkez bankasının kullanabileceği araçları herhangi bir dış baskıya maruz kalmaksızın serbest şekilde seçmesini ifade eder. Para politikasının ortaya çıkan etkileri zaman alabildiği için politika yapanlar kararlarında uzun dönemli bir bakış açısını tercih etmelidirler. Eğer ki bir ülkede merkez bankası bağımsız ise politika yapanların bu bakış açısına sahip olma olasılığı çok yüksektir. Dolayısıyla araç bağımsızlığının bünyesinde barındığı bir ülkede, merkez

bankasının geleceğe dönük yaklaşımlar içerisinde bulunması olasıdır. Ayrıca merkez bankasının yeterince bağımsız hareket edebilmesi enflasyon hedeflemesinin de etkisini artırır. Enflasyonun takibi sorumluluğu, merkez bankasına kendi sistematik işleyişinin de belirlenmesi hakkını gerektirir. Bu durum kısa zaman içerisinde, enflasyon-istihdam ilişkisinden yararlanma amacı güdebilecek siyasi iradenin baskısını yumuşatır. Merkez bankası bağımsızlığına yönelik son esas hedef bağımsızlığıdır. Hedef bağımsızlığı, merkez bankasının amaçlarına yönelik olarak sayısal hedeflerini kendisinin tespit edebilmesidir. Uygulamada sayısal bakımdan enflasyon hedefi merkez bankası ve hükümetin ortak kararı şeklinde belirlenmektedir. Bunun kamuoyu nezdinde daha anlaşılabilir olması için o karar ortaklığı en yüksek seviyede olmalıdır. Yani merkez bankasının görüşleri ve katkıları azımsanarak devre dışı bırakılmamalıdır. Bu ortak karar alma sistemi arkasına hükümet desteğini de aldığından çok efektif olabilir. Bu yüzden oldukça öneme haiz bir konudur (Heenan ve diğerleri, 2006:7-9).

Şeffaflık ve hesap verebilirlik hususları

1990'lara kadar kapalı kurumlar olan merkez bankaları, enflasyon hedeflemesinin uygulamaya konmasıyla beraber para politikasının düzgün şekilde uygulanabilmesi için şeffaflığın gerekli olduğunu kabul etmişlerdir (Mishkin, 2004b:1-2).

Şeffaflık, merkez bankasının hedefleri ile ortaya çıkan sonuçlar arasındaki uygunluğu test etmemize katkı sağlar ve şeffaflık sayesinde para politikasındaki sürpriz ve şok olasılığı ortadan kalkar. Ayrıca şeffaflık, kredibilitiyi ve esnekliği artırarak güven tesisinde önemli rol oynar (Dinçer, Eichengreen, 2013:1-3).

Demokrasiyi benimsemiş ülkelerde, merkez bankası bağımsızlığı, şeffaflık kavramı ile desteklenerek güçlendirilmelidir. Hesap verebilirlik kavramının daha net olabilmesi için gerekli olan şartlardan birisinin bu olduğu öngörülmektedir (Walsh, 2007:277).

Enflasyon hedeflemede öncelik

İsminden de anlaşılacağı gibi enflasyon hedeflemesinde para politikasının öncelikli olarak yoğunlaştığı olgu enflasyondur. Öncelikli bir amaca sahip olması, merkez bankasının şeffaflığına ve hesap verebilirliğine destek olmaktadır. Çünkü çoklu ve önceliksiz hedeflemeler politikaların işletilmesi konusunda belirsizlik yaratmaktadır. Ayrıca enflasyonun düşük ve istikrarlı seviyeye gelmesi ve bu seviyenin korunmasının hedef olarak

seçilmesi ulusal para değerinin korunmasına katkı sağlayacaktır. Dolayısıyla merkez bankasına olan güven artacak ve devamlı pozitif yönde seyreden bir döngü ortaya çıkacaktır (Agenor, 2002:104-105).

Özellikle gelişmekte olan ülkelerin uyguladığı hem enflasyon hedeflemesi hem de döviz kuru hedefleri, birbirleri ile çatışmaları durumunda baskın gelen tarafın belirsizliği para politikasını dolaylı olarak da merkez bankasının kredibilitesini düşürecektir (Freeman ve Otker-Robe, 2010:5).

3.11.3.Enflasyon hedeflemesindeki operasyonel yönler

Enflasyon hedeflemesi kavramının kabul gördüğü ülkelerde üretim alanında büyümeyi önlemeden düşük seviyede ve istikrarlı seyreden bir enflasyona ulaşılması, hedeflemenin başarısı olarak takdir edilmekle beraber bu sistemin en iyi surette nasıl tatbik edileceği halen bir tartışma konusudur. Buradan hareketle karşımıza, fiyat endeksinin ve hedefin seçilmesi kavramları çıkmaktadır.

Fiyat endeksinin seçilmesi

Enflasyon hedeflemesi sisteminin dizaynında ilk adım olarak fiyat endekslerinden hangisinin hedefleneceğine karar verme hususu atılmalıdır. Şeffaflıktaki maksimizasyon için, seçilecek fiyat endeksi kamuoyunca iyi bir şekilde bilinmeli, geniş bir tabana sahip olmalı (broad-based), doğru olan bilgiler barındırmalı (accuracy) ve uygun zamanda elde edilerek yayınlanmalıdır (timely). Ayrıca esnekliğin maksimum seviyede olması için seçilecek fiyat endeksi dar şekilde tanımlanmış sektörler bünyesindeki fiyat değişimlerini bünyesinde barındırmamalıdır (Bernanke ve diğerleri, 1999:27).

Enflasyon hedefine yönelik olarak yapılan hesaplamada kullanılacak fiyat endeksinin seçiminde kısmi oranda Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE)'nin hesaplanması yöntemindeki metodolojileri, kısmi oranda ise TÜFE'nin arz şoklarına göre duyarlılığını yansıtmaktadır. Doğa koşullarının yoğun bir şekilde etkilediği gıda ürünlerinin öngörülebilirliği oldukça düşük seviyededir. Bu durum TÜFE'nin daha dalgalı seyretmesine sebep olabilir. Bu duruma rağmen gıda fiyatlarını bünyesinde barındırmayan enflasyon hesabı insanların yaşam maliyetini (cost of living) tam bir şekilde gösteremez. Bu durum gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarının kamuoyuna yapılması gereken izahatı güçleştirir. Bu

sebepten ötürü, çekirdek enflasyon hedefi bağımsız durumdaki bir merkez bankasına yönelik kamuoyu desteğini düşürebilir (Levin ve diğerleri, 2004:70).

Hedefin seçilmesi

Hedefin sahip olduğu bant genişliğinin açık bir surette belirlenme ihtiyacı, yürütülen para politikasının enflasyon oranına yönelik kontrolündeki eksiklik ve geçici durumdaki şoklara uyum tesis etme ihtiyacından doğmaktadır. Para politikasının ortaya çıkan uzun süreli ve değişken suretteki etkileri vasıtasıyla gelecek dönemler için enflasyon öngörülerine ilişkin yeterli durumda olmayan kapasitesi göz önünde bulundurulduğunda belirli bir seviyenin altında olan enflasyon değişkenliğini düşürmek pek imkân dâhilinde olamayabilir. Aynı zamanda hedefteki bant genişliğine kısa şoklara yönelik tepkilerde esneklik sağlamasından ötürü de ihtiyaç duyulduğu düşünülmektedir (Debelle, 1997:14).

İyi şekilde dizayn edilmiş olan enflasyon hedefi aşağıda belirtilen bazı özellikleri bünyesinde barındırmalıdır (Heenan ve diğerleri, 2006:17):

- Enflasyon hedefi bu konudaki beklentilere yönelik çapa olmalıdır.
- Revizyonlara açık ve esnek olmalıdır.
- Manipülasyona kapalı olmalıdır.
- Merkez bankasının amaçları ile arasında paralellik bulunmalıdır.

3.12.Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın Enflasyon Hedeflemesinin Adaptasyonu

TCMB'nin uygulamayı düşündüğü enflasyon hedeflemesi stratejisinin iki temel ön şartı mevcuttur. Bunlar, araç bağımsızlığını bünyesinde bulundurması ve enflasyon hedefi haricinde farklı nominal bir çapaya yönelik sert bir taahhüdün bulunmamasıdır (Masson ve diğerleri, 1997: 7-8).

Merkez bankası kanununda yapılan değişiklik ile TCMB'ye araç bağımsızlığını sağlamak suretiyle, enflasyon hedeflemesi stratejisinin birinci koşulunun yerine getirilmesi sağlanmıştır. Bankanın temel maksadı fiyat istikrarının tesisidir. Buradan hareketle, banka, fiyat istikrarının tesisi için tatbik edeceği para politikasını ve buna yönelik kullanacağı araçları direkt olarak kendisi tespit edecek ve fiyat istikrarının tesis edilmesi amacı ile ters düşmeyecek şekilde siyasi iradenin istihdam ve büyümeye yönelik politikalarını destekleyecektir. Ayrıca temel amacın fiyat istikrarının tesisi olması ve bu uğurda

kullanacağı araçları doğrudan kendisinin belirlemesi durumu, araç bağımsızlığına da sahip olduğunu göstermektedir. Lâkin, bu şekildeki yasal bağımsızlık merkez bankasına yeterli olmamaktadır. Bağımsızlık kavramının işlevsel olması gerekmekte ve gelişmiş ve istikrarlı durumdaki finans piyasalarının bulunması gerektiği düşünülmektedir (Mishkin, 2000a).

Merkez bankasının bağımsızlığı kavramını işlevsel bir duruma getirecek faktörler, güçlü durumda olan bir mali sistem gereksinimin gereksinimidir. Yani, bir ülkenin ekonomik sisteminde, bankacılık sistemi ve mali sistem güçsüzse, uygulanan para politikalarından verim alınmaz. Çünkü sistem problemlere karşı korunmasız bir yapıda olup fiyat istikrarına yönlenmesi pek imkân dâhilinde olmaz (Mishkin, 2001). Özellikle finans piyasaları geride kalmışsa, bahse konu ülkenin enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulaması ve devam ettirmesi olası olmaz. Bu durumda merkez bankasına ait açık piyasa işlemleri de sınırlı surette gerçekleştirilebilir (Orlowski, 2000).

Bu bağlamda aşağıdaki bilgiler doğrultusunda Türkiye'nin durumunun bahsi geçen yeterlilikten çok da farklı olmadığı anlaşılacaktır. Türk finans sistemi, 1980 yılından itibaren uygulanan liberal politikalar vasıtasıyla önemli yapısal değişiklikler geçirmiş ve dinamik olan bir yapı halini almıştır. Bu duruma rağmen, fon akımlarının büyük bir kısmı bankacılık sektörü kanalıyla yapılmakta ve bu nedenle finansal derinlik azaldığı düşünülmektedir. Banka dışı finansal kuruluşların sayısı ve büyüklüğü son yıllarda artmasına rağmen, bankacılık sektörü toplam finansal sektör aktiflerinin %75'ine yakın bir pay bünyesinde ihtiva eder. Banka haricindeki finans kuruluşların önemli bir bölümünün bankalara bağlı iştirakler olduğu dikkate alındığında, finans sektöründe banka hâkimiyetinin daha fazla olduğu anlaşılmaktadır (Bankacılık Denetleme ve Değerlendirme Kurumu [BDDK], 2001: 2).

Bahse konu olan tüm bu kavramlar göz önüne alındığında, Türkiye ekonomisi 1970'li yıllardan itibaren devamlı surette artan ve yüksek seyreden bir enflasyonla karşılaşmıştır. 1994'te enflasyon oranı krizin etkisiyle zirve yaparak %120 oranını bulmuştur. Türkiye'de enflasyon artışının devamlılığını en belirgin sebepleri ücretlerin ve piyasa fiyatların tespitinde önceki enflasyon oranlarının belirleyici konumda bulunması, geçmiş dönemlere ilişkin endeksleme alışkanlıklarının yaygın hale gelmesi ve enflasyona yönelik beklentilerin hükümet yetkililerince politik maksatlı genişletici suretteki para politikalarıdır (Domaç, 2003: 10).

3.12.1. Türkiye'deki enflasyonun yıllara göre gelişimi

1980-1989 arası

Bu dönem Türkiye'de ihracata dayanan büyüme modelinin tatbik edildiği ve finansal açıdan serbestleşmeye yönelik adım atılan dönemdir. Artış gösteren ödeme dengesi açıkları ve kamu iktisadi teşebbüslerinin sahip oldukları borçlar 1977 yılından itibaren ülkeyi döviz rezervi krizine sürüklemiştir. Bu durumun sonucunda 24 Ocak 1980'de IMF (International Money Found - Uluslararası Para Fonu)'nin desteği ile bir istikrar programı uygulanmaya başlamıştır. Bu istikrar programı IMF'nin klasikleşmiş Ortodoks tabana sahip programlarından çok da farklı değildir. Para politikasındaki katı uygulamalar ve ücretlerdeki düşüş ile yurt içindeki talebin düşürülmesi yolu tercih edilmiş ve enflasyon bu şekilde kontrol altına alınmaya gayret edilmiştir. Bu geliştirilen stratejinin gereği olarak devalüasyon yoluna gidilerek önemli miktarda devlet teşvikleri vasıtasıyla imalat sanayisi ihracat fikrine yönlendirilmiştir. Bu dönemin en önemli özelliklerinin başında TL'nin değeri istenerek düşük tutulmuş ve bu durumun fiyat açısından avantajından yararlanarak ihracat oranı yüksek tutulmuştur. Lakin bu durum istikrar planının enflasyona yönelik olumlu etkisini aşağı yöne çekmiş ve enflasyonun artışını tetiklemiştir. İlimli şekilde sürdürülen enflasyon oranları kamuya senyoraj gelirinun aktarılmasında ciddi manada rol oynamıştır (Ethemoglu,2005: 71).

1986 yılından sonra TCMB politikasında değişiklikler olup açık piyasa işlemleri uygulanmaya başlamıştır. Türkiye'de merkez bankacılığında da önemli değişimler yaşanmaya başlamıştır. Bununla beraber TCMB piyasada bulunan likiditeyi doğrudan alım-satım işlemleri vasıtasıyla ve repo, ters repo işlemleri ile kontrole başlamıştır (Usta, 2003: 43).

1989-1994 arası:

Bu dönemde Türk lirası değer kazanmaya başlamış ve ihracata yönelik teşviklerde düşüşler yaşanmış olup sermaye hareketleri serbestleşmiştir. Bu vesileyle Türkiye'ye ciddi anlamda sermaye girişi sağlanmış ve TCMB'nin elindeki rezervlerde artışlar meydana gelmiştir. Fakat bu sermaye girişleri TCMB'nin faiz ve kura yönelik kontrolünde zayıflama meydana getirmiştir. Ekonominin birikim ve yatırım öncelikleri tamamen uluslararası finans piyasalarının denetimine girmiştir. En çok artış faiz ödemelerinde ortaya çıkmıştır. 1991'de

başlayan Körfez Savaşı'nın tesiriyle yeni bir para politikası uygulanamamış yalnız finans piyasalarının istikrarı devam ettirilmeye çalışılmıştır (Ethemoglu, 2005: 72).

1994-1999 arası

Bu dönemde iç borç olağandışı şekilde artış göstermiş ve ülke ekonomik krize sürüklenmiştir. Türk lirası aşırı seviyelerde değer kaybetmiştir. Her ne kadar bir istikrar programı uygulanmaya başlansa da başarısı olamamış olup büyüme beklentisi kısa vadeli döviz girişleri ile sağlanmaya çalışılmıştır (Ethemoglu, 2005: 73).

Sonuçta, 1990'lar kısaca politik ve ekonomik istikrarsızlıklarla beslenmiş bir para politikası neticesinde, yüksek faiz ve enflasyon oranlarına, kırılgan bankacılık sistemine ve etkisiz ekonomi programlarına maruz kalınmış bir buhran dönemi olarak düşünülebilir (Usta, 2003: 47).

3.13. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın Enflasyon Hedeflemesine Uygun Olarak Para Politikasının Yürütülmesi

Para politikasına yön verilmesi esnasında öncelikli olarak belirlenen hedefin fiyat istikrarının tesisine ve idamesine yönelik olması bazı stratejileri meydana getirmiş olup bunlardan birisi enflasyon hedeflemesidir (Cukierman, 1999:5; TCMB, 2008:3).

Enflasyon hedeflemesi stratejisi, merkez bankasının temel hedefi durumundaki fiyat istikrarı hususunun tesisi ve idamesi amacına yönelik para politikasının belirli bir dönem için tespit edilen sayısal nitelikte bir enflasyon hedefi içinde tutmayı hedefleyen para politikası stratejisidir (Ongun, 2001; Alparslan ve Erdönmez, 2001; TCMB, 2001; Alıcı, 1999; Oktar, 1999; Bernanke, 1997; Mishkin, 2000b).

Uygulanan para politikaları ülkelerin içinde buldukları sosyo-ekonomik duruma ve merkez bankalarının işgal ettiği konuma göre değişiklik göstermektedir. Tatbik edilen politikaların kısa süreli çareler yerine önceden belirlenmiş kapsamlı ve nitelikli bir strateji kapsamında hedefler belirlemiş olması önem arz etmektedir. Buradan hareketle gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomileri başta olmak üzere ekonomiler üzerinde bir inceleme yapıldığı takdirde enflasyon hedeflemesine oldukça yer verildiği gözlenebilecektir (Malatyali, 1998).

Türkiye'de, 1990 yılından sonra öncelikle kısa vadeye sahip olan yabancı sermaye girdileri

ile önemli oranda kaynak girişi sağlanmıştır. Bu durum finans piyasalarında ortaya çıkan gelişmeler ile işlem hacimlerinin artmasına ve ürün çeşitliliğine yol açmış olup eş zamanlı olarak merkez bankasının döviz kuru üzerindeki etkisini azaltmıştır. İlerleyen yıllar içinde benimsenen döviz kuru hedeflemesinden istenilen seviyede verim alınamamasının neticesinde ekonomik krizin de etkisiyle örtük enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş yapmıştır. 2006 yılı itibariyle ise açıktan enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulamaya başlamıştır (Yükseler, 2005: 28).

Ancak, ekonomik kriz sonrasında hâkim olan belirsizlik ortamı sebebiyle başarılı olarak nitelendirilebilecek bir enflasyon hedeflemesi stratejisi tatbik edilememiş ve aşamalar halinde uygulanması yoluna gidilmiştir. Bu kapsamda Türkiye’de ortaya çıkan ekonomik krizlerin enflasyon hedeflemesi stratejisini sekteye uğrattığı görülmektedir (Kara ve Orak, 2008: 37).

3.14. Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerin Ekonomik Refahlarının İncelenmesi

3.14.1. Almanya örneği:

Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin öncüsü Alman parasal hedeflemesinde enflasyon kilit bir unsurdur, bu da Almanya tarafından fiilen uygulanan parasal hedefleme ile diğer ülkeler tarafından uygulanan enflasyon hedeflemesi arasındaki farkların o kadar büyük olmadığını göstermektedir. Alman parasal hedeflemesi oldukça esnektir. Parasal hedefleme rejimi altında, para politikası bir şekilde kısa vadede reel çıktı artışına ve döviz kuru gibi diğer hususlara duyarlıdır. Fiyat istikrarının uzun vadeli hedefi, ölçülen enflasyon oranının sıfırdan büyük olması olarak tanımlanmıştır. Hedefleme rejiminin önemli bir unsuru, şeffaflığa ve para politikası stratejisinin kamuoyuna iletilmesine güçlü bir bağlılıktır (Mishkin, 1994: 17).

3.14.2. Yeni Zelanda örneği:

Resmi enflasyon hedeflemesini benimseyen ilk ülke Yeni Zelanda oldu. Yeni Zelanda’da enflasyon hedeflemesi, hükümet ile bağımsız merkez bankası arasında bir anlaşmayı zorunlu kılan ve ortaklaşa karar verilen sayısal bir hedefle sonuçlanan bir olgu olmuştur. Enflasyon hedeflemesi ancak başarılı bir dezenflasyon büyük ölçüde gerçekleştikten sonra benimsenmiştir. Merkez bankası, temel tüketici fiyat endeksini (TÜFE) kullanmak yerine, enflasyon hedefi değişkenini oluşturmak için çekirdek tip bir fiyat endeksini kullanır;

değişken sadece enerji fiyatlarını değil, aynı zamanda özellikle tüketici faiz oranlarının yanı sıra geçici olarak diğer fiyatların etkilerini de hariç tutar. Bununla birlikte, TÜFE enflasyonunun nihai uzun vadeli hedef değişkeni, ayrı bir kurum olan Yeni Zelanda İstatistik Müdürlüğü tarafından derlenmektedir. Merkez bankasının hesap verebilirliği, enflasyon hedeflemesi rejiminin temel bir özelliğidir; merkez bankası başkanı, hedefin ihlal edilmesi durumunda hükümet tarafından görevden alınabilir. Enflasyon hedefi, bir nokta hedeften ziyade bir aralık olarak belirtilir. Bu aralığın orta noktası sıfırın üzerindedir (Lloyd 1992: 211).

3.14.3. Kanada örneği

Kanada, Yeni Zelanda'dan bir yıl sonra 1991'de enflasyon hedeflemesini benimsedi. Kanada'da enflasyon hedeflemesi mevzuatın sonucu değildi. Ancak Yeni Zelanda'da olduğu gibi Kanada'da da enflasyon hedefi hem hükümet hem de merkez bankası tarafından ortaklaşa belirlenmekte ve duyurulmaktadır. Yeni Zelanda'da olduğu gibi, enflasyon hedeflemesi, önemli ölçüde dezenflasyonist baskılar sonucu benimsenmiştir. Kanada'da, hedeflenecek enflasyon değişkenini ölçen kurum (Kanada İstatistikleri) ile enflasyon hedefine ulaşmaktan ve geçmiş performansı değerlendirmekten sorumlu olan kurum (Kanada Bankası) arasında net bir ayrım vardır. Tüketici fiyat endeksi (TÜFE) enflasyon oranı, değerlendirmede enerji ve gıda fiyatlarını ve dolaylı vergilerin etkilerini hariç tutan bir çekirdek enflasyon oranı da kullanılmış ve rapor edilmiş olmasına rağmen, "başlık" niteliği nedeniyle birincil hedef değişken olarak seçilmiştir. Orta vadede trendenflasyon oranının yolunda olup olmadığı. Kanada enflasyon hedeflemesi rejimi, incelediğimiz tüm rejimler gibi uygulamada oldukça esneklerdir. Reel çıktı artışı ve dalgalanmalar para politikasının yürütülmesinde dikkate alınır. Kanada'da enflasyon hedefi, ekonomik aktivitedeki döngüsel dalgalanmaları azaltmaya yardımcı olmanın bir yolu olarak görülmektedir. Kanada'da da Yeni Zelanda ve Almanya örneklerinde olduğu gibi, orta vadeli enflasyon hedefinin uzun vadeli hedefe yakınsama oranı oldukça kademeli olmuştur. Kanada enflasyon hedefi, bir nokta hedeften ziyade bir aralık olarak belirtilir ve genellikle orta noktadan ziyade bantlara daha fazla vurgu yapılır. Enflasyon hedefi aralığının orta noktası olan yüzde 2'dir. Hesap verebilirlik, Kanada'daki enflasyon hedeflemesi rejiminin temel bir özelliği olmasına rağmen, merkez bankası genel olarak halka karşı doğrudan hesap vermekten sorumludur. Kanada'nın enflasyon hedeflemesi rejiminin kilit ve giderek daha önemli olan bir özelliği, şeffaflığa ve para politikası stratejisinin halka iletilmesine olan

güçlü bağılıktır. Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasına ek olarak, merkez bankası kısa vadeli bir işletme hedefi olarak bir parasal koşullar endeksini (MCI), döviz kurunun ağırlıklı ortalamasını ve kısa vadeli faiz oranını kullanır (Mishkin ve Posen, 1998: 59).



4.TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI'NIN İLETİŞİM POLİTİKASININ GELİŞİMİ VE İLETİŞİM ARAÇLARI

4.1. TCMB'de İletişim Politikalarının ve Bekleyişlerin Yönetiminin Tarihsel Gelişimi

Türkiye, 2001 krizi sonrası dönemde iddialı bir dezenflasyon programı uygulayarak 2001-2005 yılları arasında enflasyonu neredeyse üç haneli rakamlardan tek haneli rakamlara indirdi.2001 Şubat krizinden sonra dalgalı kur rejimine geçen Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) bir türlü çözülemeyen enflasyon sorununun önüne geçmek için stratejik olarak enflasyon hedefleme argümanını kullanmaya karar vermiştir. Kriz nedeniyle ortaya çıkan belirsizlik, enflasyon hedefleme stratejisinin başarılı bir şekilde uygulanmasına yönelik uygun şartların oluşmasını engellemiştir. Bundan dolayı enflasyon hedefleme stratejisinin aşamalı bir şekilde uygulanması kararlaştırılmıştır. Bu sebeple ilk aşama olarak “örtük enflasyon hedefleme rejimi” uygulanmaya başlamıştır (Kara ve Orak, 2008). Bu politika neticesinde ortaya çıkan başarıdan cesaret alan TCMB, tam teşekküllü bir enflasyon hedeflemesi rejimi olan ve ekonomilerde çeşitli yetersizliklerden kaynaklanan fiyat artışları üzerinde, otoritelerin herhangi bir kontrol mekanizması kurmaması veya işletmemesi nedeniyle ortaya çıkan enflasyon türü olarak nitelendirilen “açık enflasyon” stratejisini uygulamaya karar vermiştir. 2006'nın başında, rejim ilk stres testini, ekonominin bir dizi olumsuz şokla vurduğu ve enflasyonu hedeften uzaklaştırdığı 2006 yılının ilk yarısında yaşadı. TCMB para politikasını önemli ölçüde sıkılaştırarak kararlı bir tepki verse de biriken şokların gecikmeli etkileri nedeniyle enflasyon yüksek seviyelerde kaldı. Yeni rejimin ilk iki yılında hedeflere ulaşılması bekleyiş yönetiminin rolünü artırmıştır. Enflasyon beklentilerinin yakından izlenmesi gerektiği konusunda merkez bankaları arasında kesin bir fikir birliği vardır. Bir merkez bankasının işleyişini, enflasyona ulaşılabilirliği çevreleyen riskleri değerlendirmesi için enflasyon beklentilerini belirlemek kilit önem taşır. İlave olarak, ekonominin farklı bölümlerinde ileriye/geriye dönük davranışların derecesinin belirlenmesi, merkez bankaları tarafından iletişim stratejisinin tasarımı için hayati olabilir (Başkaya, Kara ve Mutluer, 2008: 2).

Sonuç olarak, araçların beklentilerini oluştururken enflasyon hedeflerine (ve tahminlerine), geçmiş dönem gerçekleşmiş enflasyon oranlarına, ekonomik aktiviteye, döviz kurlarındaki değişimlere ve ülke risk primine dikkat ettiklerini göstermektedir. Dahası, beklenti oluşum süreci zaman içinde değişebilmektedir. Ekonominin ani bir sermaye çıkışı şeklinde bir

portföy şokuyla vurulmasının ardından enflasyonun beklenmedik bir şekilde çift hanelere geri döndüğü Haziran-2006 döneminden sonra açık bir davranış değişikliği gözlenmiştir.

Reel sektör beklentilerinin gerçek fiyat belirleyicileri daha iyi temsil edeceği düşünüldüğünde, ilk bakışta enflasyon dinamikleri ve para politikasıyla ilgili tek bileşen reel sektör beklentileri gibi görünebilir. Ancak finans sektörünün beklentilerinin araştırılması da en az iki nedenden dolayı önemlidir. Birincisi, finans sektörünün beklentilerini anlamak, para otoritesinin faiz oranlarının vade yapısını (en azından kısa-orta ucunu) şekillendirme kabiliyetini artıracak ve dolayısıyla para politikasının etkinliğini artıracaktır. İkincisi, finansal birimlerin beklentileri değişken değişkenlere karşı yüksek hassasiyet gösteriyorsa, bu, gürültülü bilgilere yanıt olarak varlık fiyatlarında aşırı tepki verilmesine neden olabilir. Bu nedenle, ekonominin farklı bölümlerinin davranışsal yönlerini anlamak, para politikası tasarımı ve enflasyon dinamikleri için faydalı olabilir (Yetkin, 2005: 77).

Ayrıca finans sektörünün döviz kuru ve risk primi gibi değişken değişkenlere görece daha duyarlı olduğu görülmektedir. 2006 yılında tam teşekküllü enflasyon hedeflemesinin benimsenmesinden sonra bile, ekonomik aktivite her iki sektör için de önemli bir açıklayıcı değişkendir. Bu sonuçların sadece para politikasının tasarımı için değil, aynı zamanda iletişim stratejisinin formüle edilmesinde sektöre özgü davranış değişikliklerinin rolünün vurgulanması için de faydalı bilgiler sağladığı öngörülmektedir. Reel sektör beklentilerinin fiili fiyat belirleme davranışı için daha iyi bir vekil olarak hizmet ettiğini varsayarsak, reel sektör için artan bir geriye dönük bileşenin bulunması, daha fazla dezenflasyonun önceki dönemde olduğundan daha maliyetli olacağı anlamına gelebileceğinden, özellikle dikkat edilmesi gerekmektedir. 2002-2005 döneminde beklenti oluşturma sürecinde gözlemlenen heterojenlik, sektöre özel iletişimin faydalı olabileceğini ve ekonominin reel tarafında, hedeflerin enflasyon beklentilerini yönlendirmede önemsiz olması, nicel politika hedeflerinin reel sektöre iletilmesinde daha fazla çaba gösterilmesi gerektiğini göstermektedir. Finans sektöründe ise enflasyon sürprizleri, döviz kurları ve risk primi gibi daha değişken değişkenlere olan duyarlılık, finansal piyasalarla iletişimin orta vadeli bir politika perspektifine odaklanmaya devam etmesi gerektiğini düşündürmektedir (Yetkin, 2005: 78).

Öte yandan, kısa vadeli yukarı yönlü enflasyon sürprizlerinin Haziran 2006'dan önce finans sektörünün bir yıl sonraki enflasyon beklentilerinde artışa yol açtığını, Haziran-2006 sonrası

dönemde ise böyle bir davranışı gözlemlemediğimizi gösteriyoruz. İlginçtir ki, bu davranış değişikliği Merkez Bankası'nın enflasyon gelişmelerine ilişkin aylık teknik not yayınlama kararı ile örtüşmektedir. Diğer bir deyişle, Haziran 2006 sonrası dönemde enflasyon gelişmelerinin daha zamanında ve ayrıntılı bir şekilde iletilebileceği görüşü desteklenmektedir. Geçici ve/veya tek seferlik faktörlerden kaynaklanabilecek kısa vadeli enflasyon sürprizlerine yanıt olarak finansal birimlerin tepkisini yumuşatmada bir dereceye kadar başarılı olmuştur (Başkaya, Kara ve Mutluer 2008: 5).

4.2. Kurumsal Tasarım Çerçevesinde İletişim Politikaları ve Bekleyişlerin Yönetimi: 2001 Yılı Öncesi ve Sonrası

Geçmiş yıllar göz önünde bulundurulduğunda merkez bankalarının kurumsal anlamda tasarımında önemli değişiklikler meydana geldiği görülmektedir. Bu değişikliklerin ilki, bağımsızlık kavramının önem kazanmasıdır. Bu açıdan bakıldığında, bağımsızlık kavramının çok da yeni olmadığı ve kuruluş kanununda bunun bir ilke olarak göz önünde bulundurulduğu, ancak zamanla göz ardı edildiği gözlenmektedir (Serdengeçti, 2005: 3)

1994 yılındaki krizin ardından açıklanan istikrar programıyla hem kurumsal tasarım anlamında hem de politikaların tatbikine yönelik değişiklik olmuştur. 1997-1998 arasında kısa vadeli avanslar durdurulmuş olup Şubat 2000'de TCMB ve Hazine Müsteşarlığı arasındaki finans ilişkilerinin nakit olması konusunda anlaşılmıştır. Kurumsal tasarım anlamında, merkez bankasının dönüşüm yaşadığı bir başka konu ise para politikasının nihai hedefinin fiyat istikrarı olmasıdır. Bu durum ekonomik bileşenlere amaçlara ilişkin olarak açık surette taahhüt içermesi ve birbirinden farklı şekillerde mesajlar verilmemesi bakımından oldukça öneme haiz bir konudur (Yetkin, 2005: 79).

Özetle, 2001 öncesi TCMB'nin kurumsal tasarımını incelendiğinde, dünyadaki uygulamalara benzer şekilde, bağımsızlık kavramı başta olmak üzere belli hedeflerin cari durumdan farklı olduğu görülmektedir. Bugünkü anlamda merkez bankası bağımsızlığından farklı olduğu görülmektedir.

2001 yılı, TCMB açısından hem kurumsal hem de politikaların uygulanması anlamında önemli nitelikte bir değişimin başlangıcı olmuştur. TCMB Kanunu'nda 25 Nisan 2001 tarihinde gerçekleştirilen değişiklikle TCMB, politikalarının tasarımında ve uygulamasında iletişim kavramı temel alınmıştır. Açık enflasyon hedeflemesi rejimi ile birlikte, TCMB'nin

temel iletişim aracı üç ayda bir yayımlanan Enflasyon Raporu olmuştur. Buna ek olarak TCMB Başkanın konuşmaları, internet sitesi, basın toplantıları, bültenler, kitapçıklar, finansal istikrar raporu gibi birçok argüman ile kamuoyu ile paylaşımda bulunmaktadır. Geçmişten günümüze bakıldığında, TCMB daha kurumsal bir yapıya sahip iletişim stratejisi takip etmektedir. Küresel alanda değişen ve gelişen yapıya uygun şekilde iletişim alanındaki yenilikleri takip etmekte buna yönelik olarak diğer ülke merkez bankalarını ve bu alanda yapılmış akademik çalışmaları da takip ederek iletişim politikalarını geliştirmeye devam etmektedir(www.tcmb.gov.tr).

4.3. Para Politikası Uygulamaları Çerçevesinde İletişim Politikaları ve Bekleyişlerin Yönetimi: 2001 Yılı Öncesi ve Sonrası

TCMB'nin para politikası uygulamaları kapsamında 2001 yılı krizin etkileri nedeniyle oldukça kritik öneme haiz bir yıldır. Bu yılda gerçekleşen yasal düzenlemeler ve ortaya çıkan reform hamleleri ekonomiyi ve bileşenlerini önemli ölçüde etkilemiştir. Bu reform hamlelerinden ilki TCMB'nin bağımsızlaşmasına yönelik yapılan hareketlerdir. Bu düzenleme ile TCMB hedeflerine yönelik geliştireceği politikalarda ve hamlelerde araç bağımsızlığı başta olmak üzere bağımsızlık elde etmiştir (Serdengeçti, 2005: 5).

2001 yılının önemli bir yıl olmasına etki eden bir diğer düzenleme kamuya verilen kredilere kısıtlama ve yasaklama getirilmesidir. Tüm bu düzenlemeler ve bağımsızlığın tesisi TCMB'ye eş zamanlı olarak bazı sorumluluklar vermiştir. Bunların başında hesap verebilme gelmektedir. Çünkü, kurum her ne kadar bağımsız olsa da denetim ve gözetime açık olmalı ve dönemsel bazda yapılan hamlelere yönelik ilgili birimlere hesap verilmesi gerekmektedir. Hesap verebilirlik kavramına yönelik iletişimin tesis edilmesi ve artırılması kavramından ayrı düşünülemez. Bu hamleler TCMB'nin iletişime de fazlasıyla önem vermesi gerektiği fikrini oluşturmuş ve bu minvalde hareket edilmesine katkı sağlamıştır (Yetkin, 2005: 87).

Tüm bu açıklamalar doğrultusunda TCMB'nin 2001 yılından bu zamana kadar benimsediği iletişim politikası her türlü bilgi, öngörü ve riski kamuoyu ile paylaşmayı hedeflemekte ve dolayısıyla açık enflasyon hedefi ile bu durumun yükselerek devam etmesi öngörülmektedir.

4.4. TCMB'nin İletişim Araçları

Merkez bankaları için iletişim politikaları her geçen gün daha da önem kazanmaktadır.

Bunun birkaç sebebi mevcuttur. Bunlardan ilki, fiyat istikrarını sağlama hedefidir. Merkez bankalarının hedeflerine ulaşmak için kullanacakları araçları ve bahse konu bu araçların izleyeceği yolu kendilerinin tespit etmesi, yani araç bağımsızlığına sahip olması gerekmektedir (Yılmaz ve Kahveci, 2014: 2).

Merkez bankalarının en çok kullandığı iletişim aracı hiç şüphesiz basın toplantıları ve bültenleridir. Düzenli periyotlarla basın duyurusu yaparak geniş kitlelere eş zamanlı olarak ulaşmayı hedefleyen merkez bankası bu vasıtayla şeffaflık kavramına verdiği önemi göstererek kamuoyu nezdinde güvenilirliğini artırır ve nihai hedefi olan fiyat istikrarına yönelik önemli bir eşiği atlamış olur (Yetkin,2005: 101).

TCMB'nin kullandığı bir başka iletişim aracı yapılan yayınlardır. TCMB yaptığı yayınlar ile uyguladığı para politikasına ve yaşanan ekonomik gelişmelere yönelik veriler, istatistikler, anketler ve raporları kamuoyunun bilgisine sunar. Ayrıca, TCMB bünyesinde yapılan araştırmalar, uzmanlık tezleri öğrencilere yönelik tebliğler ve kitap, kitapçıklar da yayın kapsamında değerlendirilmektedir (Yetkin, 2005: 114).

TCMB'nin kullandığı diğer iletişim araçları, konuşmalar, sunum ve konferanslar, röportajlar ve son yılların yükselen trendi olan sosyal medya platformlarıdır. Sunumlarda, konferanslarda, röportajlarda ve yapılan konuşmalarda döviz kuruna yönelik politikalar, kısa vadeli faiz oranları, enflasyon ve büyüme oranları gibi ekonominin genel görünüşüne yönelik olabilecek olgular geniş yer tutar. Bu kapsamda TCMB'nin kullandığı iletişim araçlarına ilişkin detaylar şu şekildedir (Yetkin, 2005: 107; www.tcmb.gov.tr):

4.4.1. Basın Toplantıları

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) düzenli olarak basın toplantıları düzenler. Basın toplantıları genellikle her ay yapılan para politikası kurulu toplantısından hemen sonra yapılır. Bahse konu bu basın toplantıları, alınan kararları açıklamak için kullanılır. TCMB Başkanı, ayrıca para politikasıyla bağlantılı olarak ekonomik gelişmelerin kapsamlı bir değerlendirmesini yapabilir. Basın toplantıları ayrıca çeşitli medya temsilcileriyle bir soru-cevap oturumu içerebilir. Basın toplantıları çeşitli resmi ve özel televizyon kanalları tarafından canlı olarak yayınlanabilir. TCMB Başkanı önemli gördüğü konular hakkında basın mensuplarını davet ederek basın toplantısı da düzenleyebilir.

4.4.2. Basın Duyuruları

TCMB tarafından basın mensuplarını ve onlar aracılığıyla ya da doğrudan kamuoyunu bilgilendirmek amacıyla basın duyuruları yayınlanabilir. Bahse konu bu basın duyurularının konu kapsamı genel olarak para politikasının sürdürülmesi, enflasyon ve döviz kuruna yönelik tahminler ya da para politikasına ilişkin yapılabilecek muhtemel hamleleri içerebilir.

4.4.3.Konuşmalar

Başkan, Yürütme Kurulu ve Yönetim Kurulunun diğer üyeleri tarafından yapılan konuşmalar, doğrudan dinleyicilere hitap etmenin önemli bir yoludur. TCMB'nin görüşlerinin kamuoyuna açıklanması açısından büyük önem taşımaktadır. Bu iletişim kanalı, TCMB ve para politikaları hakkında farkındalık yaratmakta ve medya aracılığıyla yayılmaktadır. Konuşmalar, doğrudan basına gönderilebilir veya TCMB internet sitesi üzerinden de yayımlanabilir.

4.4.4.Röportajlar

Yürütme Kurulu üyelerinin gazeteler, dergiler ve elektronik medya ile yapacağı röportajlar, TCMB'deki karar vericilerin politika mesajlarını geniş kitlelere yaymaları için esastır. Röportajların asli amacı konuşmalara benzer nitelik taşır.

4.4.5. Konferanslar

TCMB akademik konferans alanında da aktiftir. Konferanslar, merkez bankacılığı ile ilgilenen ekonomistler arasındaki etkileşimi ve iletişimi desteklemeye katkıda bulunur. Ayrıca konferanslar, akademik anlamda ya da diğer şekillerde merkez bankası politikalarına ilgi duyan kişileri ilk ağızdan bilgilendirmesi açısından da önem arz eder. Ayrıca TCMB'nin internet sitesinde olan görsel kütüphane de bu alandaki araştırmacılara kaynak sağlamaktadır.

4.4.6. Resmi İnternet Sitesi

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın internet sitesi (www.tcmb.gov.tr) hemen hemen

tüm iletişim araçlarının ortak paydasıdır. TCMB, bilgileri yaymak ve üçüncü taraflarla iletişim kurmak için dünya çapında böyle bir ağa büyük önem vermektedir. TCMB tarafından yayınlanan tüm belgeler bu web sitesinden görüntülenebilir ve indirilebilir. Bu sayede bilgi talebinin önemli bir kısmı elektronik ortamda karşılanabilmektedir.

4.4.7. Online Raporlar

TCMB belirli süreler içinde yayınladığı raporlarla enflasyon görünümü, orta vadeli enflasyon ve çıktı açığı tahminlerini, enflasyonu etkileyen unsurlar gibi görev alanına giren hususların kamuoyu ile paylaşımını gerçekleştirmektedir. Bunun yanında finansal piyasalar, finansal istikrara dair gelişmeler ve riskler ile para politikası görünümü hakkındaki düşüncelerini de benzer şekilde raporlar yayınlayarak kamuoyu ile paylaşmaktadır (www.tcmb.gov.tr).

4.4.8. Sosyal Medya Platformları

Sosyal medya son yıllarda hayatın her alanında aktif rol oynarken TCMB başta olmak üzere para piyasası bileşenleri de bu mecraları kamuoyu ile iletişim ve etkileşim maksadıyla ciddi şekilde kullanmaktadır. Diğer iletişim vasıtalarından farkı geniş kapsamlı bir hazırlık süreci gerektirmeden hızlı surette, 7 gün 24 saat esasına uygun şekilde kullanılmasıdır. TCMB'nin kullandığı sosyal medya platformları, resmi internet sitesinde de duyurduğu gibi şunlardır:

- Twitter
- Facebook
- YouTube
- Flickr
- LinkedIn

5. MERKEZ BANKASININ İLETİŞİM POLİTİKASININ ÖNEMİ VE STRATEJİLERİ

İçinde bulunduğumuz bilgiye ulaşmanın her geçen gün kolaylaştığı bu dönemde merkez bankalarının şeffaflığı ve uyguladığı iletişim politikalarının önemi ciddi oranda artmıştır. Geçmiş döneme baktığımızda ise merkez bankalarının tatbik ettikleri politikalar hususunda oldukça ketum oldukları görülebilmektedir. Lakin gelişen ve değişen dünya merkez bankalarının daha efektif olabilmeleri için şeffaf ve iletişime açık olmaları gerektiğini onlara göstermiştir. Bu durumun ortaya çıkmasının çokça sebebi olabileceği gibi bunlardan en önemli ikisi, bağımsızlık, hesap verebilirlik ve güvenilirlik kavramlarının bu geçişi etkilemesi ve belirsizlikleri azaltmaya yönelik etkilerinin olmasıdır (Yetkin, 2005: 35).

5.1. Merkez Bankalarının Beklenti Yönetimi ve İletişim Stratejileri

1990'lardan önce, para politikası kararlarını tahmin etmek, para politikasının belirlenmesi ve yürütülmesi için birden çok amaç ve enstrümanın göz önünde bulundurulması gerekliliği nedeniyle zordu. Bu nedenle merkez bankaları için en iyi seçeneğin politika kararları ve önlemler hakkında konuşmaktan kaçınmak olduğu düşünüldü. Merkez bankası performansını değerlendirmek için açık bir politika çerçevesi veya üzerinde iyi tanımlanmış bir kriter olmaması merkez bankaları hesap verebilirliğinin önünde engel teşkil etmekteydi (Vayid, 2013; 1).

Bu dönemde para politikası yapımcılarının mümkün olduğunca az konuşmaları, yani ketum olmaları gerektiği düşünülmüştür (Blinder ve diğerleri, 2008; 2). Merkez bankalarının bu dönemi üç kelimeyle tanımlanabilir: Gizem, gizlilik ve belirsizlik (Mishkin, 2004a). Bu yaklaşım, merkez bankası gizliliğini, aşırı uyumlu para politikasına yönelik baskının bir sonucu olarak görür. Politik zaman ufku, optimum zaman ufkundan daha kısa olan politikacılar tarafından para politikalarını yapan ve yürütenlerden bu zihniyete uygun para politikalar talep edildiği görülmektedir. Başka bir deyişle, politikacılar kısa vadeli popüler politikaların uygulanmasını isterken, para politikası yapımcıları, uzun vadeli istikrarı sağlamaya yönelik adımlara odaklanmak için popüler politikalardan kaçınmaya çalışır. Ayrıca, para politikasını çevreleyen gizliliğin, sabit döviz kurunun sonucu olduğu düşünülmekteydi. Bu açıdan, merkez bankaları arasında dalgalı yapıya geçiş, şeffaflığın önündeki büyük bir engelin kaldırılmasına eşdeğerti (Brunner, 1981: 5).

Daha fazla açıklık aslında para politikasının etkinliğini artırabilir. Çünkü, gelecekteki merkez bankası davranışına ilişkin beklentiler, kısa vadeli faiz oranları ile uzun vadeli faiz oranları arasındaki temel bağlantıyı sağlamak suretiyle piyasalara daha fazla bilgi sağlar. Buradan hareketle merkez bankasının, kendisini piyasalar için daha öngörülebilir hale getirerek, piyasa tepkilerini para politikasına daha fazla yönlendirdiği sonucu çıkarılabilir (Blinder ve diğerleri, 2008: 2).

Şeffaflık ve açıklığın köprü olduğu bir kavram ise merkez bankasının iletişimidir. Etkili para politikasında iletişimin önemli bir rolü vardır. 1980'ler boyunca merkez bankalarının net para politikası hedeflerini nasıl belirleyebileceği sorusu üzerine araştırmalar arttı. Şeffaflığın, iş birliğinin ve iletişimin önemi kavranmaya başlandı (Vayid, 2013: 2).

Bu gelişmeler merkez bankalarını harekete geçirdi. Daha net olan politika çerçeveleri arandı ve sonunda yeni bir para politikası stratejisinin, tek bir araca (politika oranı) ve tek bir hedefe (fiyat istikrarı) dayalı enflasyon hedeflemesi çerçevesinin geliştirilmesine yol açtı. Bunun üzerine şeffaflığa ve iletişime güçlü vurgu yapılarak merkez bankaları para politikası hedefleri konusunda nispeten daha şeffaf hale geldi. Bunun neticesinde kamuoyu ile sürekli ve düzenli iletişim kurmak durumunda kaldı. Bu, finans alanındaki sorunların büyük bir kısmını çözmeye önemli bir adımı temsilcisiydi. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi stratejisi, merkez bankalarına fiyat istikrarını sağlama ve bunun tesisi için de bağımsızlığı, şeffaflığı ve daha etkin bir iletişimi uygulamaya koyma yükümlülüğünü beraberinde getirdi (Yılmaz ve Kahveci, 2014: 5).

Sonuç olarak, iletişim stratejisi diğer hususların (şeffaflık ve bağımsızlığın) da etkisini görmek ve hareket tarzı geliştirmek için önemli bir bileşen haline aldı (Blinder ve diğerleri, 2008: 4).

İletişim stratejisi, görünürde uzun vadeli faiz oranları için beklentileri şekillendirmek için bir araç haline gelmesine karşın tek etkinliği bununla sınırlı değildi. Ekonomiyi şekillendirme yetenekleri de önemli ölçüde uzun vadeli beklentileri yönetmeye bağlı olduğu düşünüldüğü için bu alanda da bir etkinliği söz konusu idi (Vayid, 2013: 7).

Ayrıca merkez bankalarının hesap verme sorumluluğunun bilincinde olarak bunu uygulaması da kamuoyu ile aradaki iletişimi ve beklentilere cevap verme fiilini kuvvetlendirme hususunda öneme haiz bir konu olup güvenilirliğin artışına ya da azalışına

etki edebilecek boyutta bir faktördür (Vayid, 2013: 1).

Buradan hareketle merkez bankalarının uygulayabileceği etkili iletişim stratejileri şunları içerebilir:

- Kısa vadeli para politikası kararları öncesinde, para politikası eğilimlerinin sinyallerini vermek,
- Finansal piyasa katılımcıları arasında gelecekteki para politikası eylemlerine ilişkin beklentileri oluşturmaktır.

Bu iki faktörü bünyesinde barındıran bir iletişim stratejisi, para politikasının daha öngörülebilir hale gelmesine, sapmaların asgari düzeye çekilmesine ve merkez bankasının uzun vadede güvenilirliğinin artmasına katkı sağlar (Issing, 2005: 70-71).

Kredibilitenin artması ise, düşük ve sabit bir enflasyon oranına ve fiyat istikrarına önemli katkılar sağlar (Miskin, 2004; 3).

Etkili bir iletişim stratejisi, ayrıca hem beklenti yönetimi açısından hem de temayüllerin bilinmesi açısından çok önemlidir. Burada tekrardan üzerinde durulması gereken şeffaflık kavramı, iletişim stratejisinin daha geniş kitlelere ulaşmasını sağlayacaktır (Blinder ve diğerleri, 2008: 4).

Bu durumun en iyi göstergesi 2007-2009'da patlak veren küresel finansal ve ekonomik krizin ardından merkez bankalarının yaptığı çalışma, küresel krizi derinleştiren faktörlerden birinin merkez bankası iletişiminin istenilen kadar etkili olmaması ve şeffaflığa aykırı hareket ettiğinin gözlemlenmesidir. Bu çerçevede, halkla daha yakın ilişkilerin ve artan şeffaflığın, iletişimin nihai amacı olması gerektiği ve merkez bankalarının iletişiminin kurumsallaşmasının zamanının geldiği düşünüldü (Nagadiyev, 2011: 4-8).

5.1.1. Kısa Vadede Bekleyişlerin Yönetilmesi: Öngörülebilirliğin Artırılması

Hem para politikası yapıcıları hem de akademisyenler tarafından para politikası öngörülebilirliğinin esası hakkındaki görüşler zaman içinde önemli ölçüde değişti. Geçmişte merkez bankaları genellikle çok gizli kurumlar olup eylemlerinde ve hedeflerinde öngörülebilirlikten kaçınıırken, daha sonraları öngörülebilir olmak ön plana çıkmaya başladı. Örneğin, gelecekte fiyat seviyelerinde meydana gelebilecek olası artışlar göz önüne alındığında, insanlar paralarının satın alma gücündeki potansiyel kaybı kapatmak için daha

uzun bir süre boyunca borç para verirlerse yüksek prim talep ediyorlardı. Bugün, neredeyse tüm merkez bankaları, eğer halk kendi para birimlerinin değerine güvenmek istiyorsa, davranışlarında öngörülebilir olmaları gerektiğini kabul ediyor (Krueger ve Kuttner, 1996)

Para politikası öngörülebilirliği literatürü, 1990'ların başında enflasyon hedeflemesinin ortaya çıkmasıyla merkez bankacılığının açıklık ve şeffaflığındaki kademeli artışla paralel olarak gelişti. Bunun görünürdeki sebebi, politikası net ve anlaşılabilir olan bir sistem daha kolay tahmin edilebilir şekilde açıklanabilir. Kolay tahmin edilebilme yani öngörülebilme ise kredibilitateyi destekler ve artırır. Kredibilite arttığında da istikrar tesis edilir. Lâkin kısa vadeli beklentiler her zaman bu sonuç ile neticelenmeyebilir. Burada yine bağımsızlık kavramı devreye girer. Eğer ki bağımsız politikalar yapıp uygulayabilen merkez bankası mevcutsa, siyasi baskıyı engelleyip hükümetlerin kendi çıkarlarını ön plana alan kısa vadeli çözümlere boyun eğmeyecekler, uzun vadede varmaları gereken hedef doğrultusunda ilerleyeceklerdir. Bu farkı algılayabilen merkez bankaları ekonomik istikrarın tesisi ve idamesi yolunda önemli mesafe kat etmiş olacaktır. Bu duruma ilave olarak, merkez bankaları tarafından direkt olarak kontrol altında tutulabilen kısa vadeye sahip faiz oranları önemli seviyede görülmemektedir. Lâkin, bahse konu bu faiz oranlarının ve bekleyişlerin kontrol altında bulunması ekonominin tamamını etkileyecek seviyededir. Finans üzerine geliştirilen teoriler kısa ve uzun vadede bekleyişler arasında ciddi ilişkiler olduğunu belirtir. Ayrıca kısa vadede bekleyişler üzerinde geliştirilecek yönetimin piyasalardaki risk ve değişkenliklerin azalmasına ve ekonomik sistemin faiz oranlarında meydana gelen değişikliklere daha kolay uyum sağlamasına katkı sağladığı düşünülmektedir. Çünkü, meydana gelen değişiklikler karşısında şok olan bir finans piyasasının etkinliğinden bahsedilemez (Yetkin, 2005: 48).

5.1.2. Uzun Vadede Bekleyişlerin Yönetimi: Tutarlılık

Merkez bankalarının uzun vadeli hedefleri konusunda kamuoyunu aydınlatması, etkin bir para politikası yönetimi için iki yaklaşım ile açıklanabilir. Bunlar; ücret tespiti ve fiyatlama konusunda kontrollü olmak ve finans piyasalarının bileşenlerinden olan katılımcıların, ilerleyen zaman diliminde uygulanacak para politikasına yönelik bekleyişlerin, gerçekte olanla arasında asgari düzeyde sapma olması yani tutarlı olmasıdır (Bernanke, 2004: 2)

Buna paralel olarak, para politikasındaki öngörülebilirliğin farklı bir boyutu da bu tutarlılığın

uzun vadeli hedeflerde de bulunup bulunmadığıdır. Bu bağlamda tutarlılık kavramından bahsedilebilmesi için uzun vadeli bir öngörülebilme tesis etmesi gerekir. Tabi ki uzun vadeli bir öngörü için güvenilirlik kavramı önem kazanmaktadır. Ayrıca, merkez bankaları bekleyişlerin yanlış olmaması için görev tanımlarını ve hudutlarını kamuoyunun anlayacağı şekilde deklare etmesi gerekmektedir (Issing, 2005).

Sonuç olarak, kısa vadeye sahip faiz oranlarını varlık fiyatları, uzun vadeli faiz oranları ve döviz kuru gibi değişkenlere bağlı kılan faktör bekleyişlerdir. Buradan hareketle bekleyişlerin ne kadar az değişken olması, o oranda istikrar, öngörülebilirlik ve güvenilirlik sağlar (Yetkin, 2005: 55).

5.2.İletişim Stratejilerindeki Benzerlik ve Farklılıkların Değerlendirilmesi

Merkez bankalarına yönelik iletişim stratejileri en basit şekliyle, para politikasının sahip olduğu etkinliği artırmaya ve merkez bankasının sahip olduğu hesap verebilirlik düzeyini geliştirmeye yönelik olanlar olarak ikiye ayrılabilir. Bunlardan birincisi de kendi bünyesinde, ekonomik ilerleyişe ve politika kararlarına ilişkin stratejiler olmak üzere ikiye ayrılabilir. Bu minvalde bir inceleme yapıldığında stratejilerin birbirlerinden çok da farklı olmadığı görülmektedir. Buna örnek olarak, uygulanan para politikasına ve enflasyon seviyesine yönelik kararların deklarasyonu ve raporların yayınlanması birçok ülkenin iletişim stratejilerine yönelik olarak uygulanan ortak faktörlerden olduğu verilebilir. Dolayısıyla, şeffaflıktaki artışın, merkez bankaları arasında oluşan genel nitelikteki eğilimi göstermesine karşın, iletişim politikalarında meydana gelen bazı farklılıklar da ekonomi çevrelerinde şaşkınlığa sebebiyet vermemelidir (Yetkin, 2005: 58).

İletişim stratejilerinde görülen farklılıklardan birisi ise, kamuoyu farklılığından kaynaklanan bilgi taleplerine yönelik olarak oluşan farklılıktır. ABD gibi, finans piyasalarının bilgi aktarım sisteminde rolü büyük olan ülkelerde, politika tesis edenler piyasaların bilgiye ulaşımının kolaylığı üzerinde durmaktadırlar. Finansal statüdeki aracılık faaliyetinin, bankacılık sistemi ağırlıklı olduğu ülkelerdeki politika yapanlar, tasarruf ve yatırım konularında karar verilirken fiyat istikrarına bağlılığın garanti edilmesinin önemindeki artıştan ötürü kamuoyu ile iletişime önem atfetmektedir. Bunlara ilaveten, ülkelere has ekonomik şartlar da uygulanan iletişim stratejilerindeki farklılıklara yol açabilmektedir (Yetkin, 2005: 60).

Özetle, şeffaflığa ve iletişim politikalarına genel olarak önem atfedilmesine rağmen uygulamada ortaya çıkan bazı farklılıklar da mevcut olabilmektedir. Lâkin uygulama farklılıkları merkez bankalarının git gide daha öngörülebilir oldukları düşüncesini değiştirmez.

5.3.Kurumsal Politika Çerçevesi

Etkili şekilde yürütülen bir iletişim politikası, merkez bankalarının sahip oldukları kurumsal politikası çerçevesinde oldukça önemli bir konuma sahiptir. Bu konumdan yola çıkarak, kurumsal politika çerçevesi, merkez bankalarının sahip olduğu şeffaflık, hesap verebilme seviyesi ve güvenilirliğine önemli katkılarda bulunabilmektedir. Ek olarak bahse konu bu faktörler birbirlerinin konumunu da önemli ölçüde etkileyebilmektedir (Yetkin, 2005: 36).

5.4. Bağımsızlık, Hesap Verebilirlik ve İletişim Politikaları

Dünyanın dört bir yanındaki politika yapımcılar, akademisyenler ve diğer konuya hâkim gözlemciler arasında, para politikasının amaçlarının siyasi otoriteler tarafından belirlenmesi gerektiği, ancak para politikasının yürütülmesinin bu amaçlar doğrultusunda, siyasi baskıdan kurtularak yapılması gerektiği konusunda geniş bir fikir birliği ortaya çıkmıştır. Hem fiyat istikrarını hem de maksimum sürdürülebilir istihdamı sağlamak için, para politikasına bu şekilde yön verilmelidir. Uzun vadede mümkün olan en iyi ekonomik sonuçları elde etme yetkisine sahip bağımsız bir merkez bankasındaki politika yapımcılar, böyle bir perspektifi en iyi şekilde benimsemeli ve uygulamalıdır. Buna karşılık siyasi etkiye maruz kalan ve bunu kabullenen bir merkez bankası, ekonominin potansiyelini aşan kısa vadeli getiri ve istihdam kazanımları elde etmek için ekonomi politikasına yönelik baskılarla karşı karşıya kalabilirler. Bu tür davranışlar her siyasi irade tarafından uygulanabilir. Çünkü demokratik ülkelerde seçim kazanmak için halkın ikna edilmesine, bunun içinde, kısa vadeli de olsa ekonomik göstergelere ihtiyaç duyulabilir. Ancak bu durum sürdürülebilir değildir ve kısa sürede yok olarak arkalarında yalnızca ekonominin uzun vadeli beklentilerini kötüleştiren enflasyonist baskılar bırakır. Bu nedenle, para politikasına siyasi müdahale, sonuçta hem daha az istikrarlı bir ekonomiye hem de daha yüksek enflasyona yol açan istenmeyen yükseliş-çöküş döngüleri oluşturabilir (Bernanke, 2010: 2).

Para politikası kararları üzerindeki aşırı siyasi etki, merkez bankasının enflasyonla

mücadeledeki güvenilirliğini de bozabilir, bu da daha yüksek ortalama enflasyona ve dolayısıyla daha az üretken bir ekonomiye neden olabilir. Merkez bankaları düzenli olarak uzun vadede düşük enflasyonu sürdürme taahhüdünde bulunur. Böyle bir vaat halk tarafından inandırıcı olarak görülürse, enflasyon beklentileri düşük olacağından halk ve firmalar daha yüksek ücret ve fiyat taleplerini yumuşatacağından, kendi kendini gerçekleştirme eğiliminde olacaktır. Bununla birlikte, kısa vadeli siyasi etkilere maruz kalan bir merkez bankası, düşük enflasyon vaat ettiğinde muhtemelen inandırıcı olmayacaktır. Bu durum merkez bankasının güvenilirliğine zarar verecektir. Halk nezdinde merkez bankasının güvenilirliği olmadığına ise beklenti yüksek enflasyon yönünde olacak ve buna bağlı olarak nominal ücretlerde ve fiyatlarda daha hızlı artışlar talep edilecektir. Bu nedenle, merkez bankasının bağımsız olmaması, uzun vadede daha yüksek enflasyon ve enflasyon beklentilerine yol açabilecektir. Ek olarak, bazı durumlarda, merkez bankasını kontrol eden bir hükümet, bütçe açığını finanse etmeye yardımcı olmak için merkez bankasının para basma yetkilerini kötüye kullanma konusunda hamleler yapabilir. Eğer ki böyle bir hamle gelişirse, yüksek enflasyon ve faiz oranları ile değişken bir ekonomi kaçınılmaz olacaktır (Bernanke, 2010: 4). Para politikasındaki bağımsızlık, denetimi ve dolayısıyla da hesap verebilirliği olası kılacak ve daha etkin bir hale getirecektir.

Buradan hareketle, hesap verebilirlik, bağımsızlık ve şeffaflığın merkez bankalarını uygulamaya teşvik ettiği bir başka olgu olan iletişim kavramı ortaya çıkıyor. İçinde bulunduğumuz çağda iletişim kavramı hayatın her alanına entegre durumdaki bir kavramdır. Para politikalarının ve ekonomi alanını bundan hariç tutmak imkansızdır. Başarılı iletişim, para politikası için en büyük zorunluluklardan biridir. Merkez bankaları para politikası kararlarının gerekçelerini kamuoyuna ne kadar inandırıcı bir şekilde açıklayabilirse, para politikaları da o kadar etkili olacaktır. Bu nedenle merkez bankalarının stratejileri, analizleri ve kararları hakkında kapsamlı bilgiler yayınlanmaktadır. Ancak deneyimler, karar verme süreciyle ilgili tüm bilgileri yalnızca kapsamlı değil, aynı zamanda açık ve anlaşılır bir şekilde halka iletmenin ne kadar zor olduğunu göstermiştir (Kahneman, 2003). Örneğin, bilginin ağırlığının büyük ölçüde sezgisel erişilebilirliğine bağlı olduğunu göstermiştir. Ayrıca, bilgiler derlenmeden önce genellikle basitleştirilir ve kategorilere ayrılır. Bu nedenle bir merkez bankasının iletişim politikası, gerekli bilgileri açık bir şekilde ve uygun vurgu ve dikkat ile iletme görevi ile karşı karşıyadır.

Aynı zamanda bir merkez bankası, para politikası kararlarının karmaşık olduğunu ve para

politikası ortamının belirsiz ve sürekli değiştiğini de ifade etmelidir. Hâkim ekonomik koşullar ve ekonomik şokların doğası ve kapsamı hakkında belirsizlik var. Piyasa beklenti sürecine ilişkin model ve parametre belirsizliği ve belirsizliği bulunmaktadır. Bir yaklaşım, dñnyanın gerçekte olduğundan daha basit ve güvenli olduğu izlenimini vermeden, aynı zamanda karmaşık gerçekleri tasvir etmek için kesin, açık kelimeler kullanmak olacaktır. Açık ve basit mesajlara duyulan ihtiyaç ile karmaşıklığı yeterince aktarma ihtiyacı arasındaki dengeyi kurmak, merkez bankası iletişimi için sürekli bir zorluktur (Winkler, 2000). Ek bir zorluk, akademisyenler, piyasalar, politikacılar ve genel halk dahil olmak üzere çeşitli hedef gruplara hitap etme ihtiyacından kaynaklanmaktadır. Bñyle geniş bir spektrum, farklı karmaşıklık seviyelerine veya farklı zaman ufuklarına yönelik çeşitli iletişim kanalları gerektirebilir.

5.5. Güvenilirlik ve İletişim Politikaları

Bağımsızlığı tesis edilmiş merkez bankaları eş zamanlı olarak ekonomi bileşenlerinin karar verme süreçlerinde gerek duyulan güvenin tesisine yoğun miktarda katkı sağlamaktadırlar. Bu kapsamda güvenilirlik kavramı, başarı ile icra edilen para politikası uygulamalarına ilaveten kamuoyuyla etkili niteliğe sahip bir iletişim politikasına da sahip olmalıdır. Ayrıca, son zamanlarda merkez bankaları güvenilirliği artıran faktörlerden birisi olarak iletişim politikalarını görmeye başlamıştır. Merkez bankaları hedeflerinden uzun vadeli olanları genelde fiyat istikrarı olarak belirlemektedirler. Nitelikli bir iletişimle beraber kamuoyunu aydınlattıklarında kredibiliteleri (güvenilirlikleri) artacak, bu durum ise, enflasyon bünyesindeki sertliği kıracaktır (Yetkin, 2005: 38).

Ayrıca burada güvenilirliğin devamı kavramı önem kazanmaktadır. Bu devamlılığı sağlamak için de yine şeffaflık ve tutarlılık kavramı ve bunun deklarasyonu için iletişim kavramı önem kazanmaktadır (Serdengeçti 2005).

5.6. Para Politikasının Etkinliği

Para politikası etkinliği ile iletişim politikaları arasındaki korelasyon önemli ölçñde bekleyişlerin yönetimi içeriğinde görñlmektedir. Bekleyişlerin ekonomik faktörlerin davranışlarını etkilemekte ve dolayısıyla ekonomi üzerinde ciddi bir etkiye neden

olmaktadır. Bundan dolayı politikaların belirlenmesinde bekleyişlerin yönetimi önem arz eden bir faktör olarak görülmektedir (Yetkin, 2005: 39-40).

5.7. Uyumlu ve Akılcı Bekleyişler Teorileri

Uyumlu bekleyişler kavramı, geçmişten gelen verilerin değişmesi neticesinde bekleyişlerin de değişmesi anlamına gelmektedir. Bunu bir örnek üzerinde açıklamak gerekirse, geçmiş dönemdeki enflasyon oranı yüzde 10 seviyesinde ise, gelecek dönemdeki enflasyona yönelik bekleyişler de yüzde 10 çevresinde şekillenmektedir. Oran yüzde 15'lere doğru yükselmesi durumunda ise, bekleyişlerin de buna paralel olarak çıktığı gözlemlenmektedir. Lâkin, ekonomi bileşenleri bekleyişlerini meydana getirirken tek bir değişkene yönelik geçmiş değerini değil, çok sayıda veriyi göz önüne almaktadır. Eş zamanlı olarak, bekleyişlerini meydana getirirken de elde edilen yeni bilgileri de kullanma yoluna gitmektedirler. Bu kapsamda "akılcı bekleyişler" diye nitelendirilen uyumlu bekleyişler kavramına alternatif olabilen farklı bir teori ortaya çıkmıştır. Bu teoriye göre ise bekleyişler, elde bulunan tüm bilgiler kullanılarak ortaya çıkan en tutarlı tahminlere denk olmaktadır. Ekonomi bileşenlerinin bekleyişlerini en tutarlı tahminleri yönünde meydana getirme çabaları finans piyasalarında ciddi oranda güçlü bir konumdadır. Bu sebepten ötürü, akılcı bekleyişler teoremi, bu piyasalarda daha basit şekilde gözlemlenebilmektedir. Buradan hareketle bahse konu bu teoremin finans piyasaları üzerinde tatbik edilmesi öneme haiz bir konudur (Mishkin, 2001).

5.7.1. Akılcı bekleyişler: uygulanan politikaların yansımaları

Modern ekonomi karmaşık ve doğası gereği belirsiz bir ortamdır. Böyle bir ortamda optimal kararlar verebilmek için gelecekteki olayların çözülme olasılığı hesaba katılmalıdır. Örneğin, bir hanenin bir ev satın alma kararı, gelecekteki gelir beklentilerine, gelecekteki faiz oranlarına ve ev değerindeki gelecekteki değişikliklere bağlı olacaktır. Bir perakendecinin malları için yeni fiyatlar belirleme kararı, gelecekteki fiyat beklentilerinden etkilenecektir. Ekonomik kararlar için beklentilerin önemi, beklentilerin makroekonomik değişimlerdeki önemli rolünün altını çizmektedir. İstikrarlı bir makroekonomik ortam sağlamakla yükümlü olan para politikası, doğal olarak özel beklentilerin ekonomiyi nasıl etkilediğiyle ilgilenir. Bir merkez bankası için temel zorluk, yalnızca beklentilerin ekonomiyi nasıl etkilediğini ve hangi politika eylemlerini ortaya çıkardıklarını değil, aynı

zamanda para politikasının duruşunun beklentileri nasıl etkilediğini anlamaktır. Piyasa beklentilerini yönetmek, merkez bankalarının hem normal hem de olağandışı zamanlarda ekonomiyi istikrara kavuşturmak için sıklıkla kullandıkları önemli bir para politikası aracıdır. Beklentiler doğrudan gözlemlenmediği için oluşumlarına ilişkin çıkarımlar çoğunlukla belirli bir beklenti oluşumunu varsayan ekonomik modellere dayanmaktadır. Modern makroekonomik modellerin büyük çoğunluğu tutarlı optimal kararlar almak için kamuoyunun mevcut bilgileri dikkate aldığı akılcı bekleyişleri varsayar (Winkler, 2010: 4).

Ancak akılcı bekleyiş modelleri, tüm bireylerin tutarlı bir şekilde optimal kararlar aldığını vurgulayarak oldukça basit olan bu varsayımın ötesine geçer. Bu genellikle tüm piyasaların dengede olduğu anlamına gelir, çünkü dengesizlik durumunda hem alıcı hem de satıcının yararına olan işlemler yapılabilir. Bu klasik özellikleri içeren bir model örneği, her bir işletme firmasının beklenen gerçek karın bugünkü değerini maksimize ettiği ve her tüketicinin gerçek tüketimden beklenen faydayı maksimize ettiği modeldir. Böyle bir modelde, bir firmanın girdi üretimi ve istihdamı, genel olarak, genel fiyat düzeyine göre çıktı ve girdilerinin mevcut ve beklenen gelecekteki fiyatlarına bağlıdır. Benzer şekilde, bir firmanın çıktısına olan talep, mevcut ve beklenen gelecekteki göreceli fiyatlarının ve gerçek tüketici servetinin bir fonksiyonudur! Modelin önemli bir unsuru, üretici, genel olarak fiyatlara göre çıktısının fiyatında bir artış algıladıkça çıktı arzının artmasıdır! Basit bir örnek olarak, girdi olarak yalnızca kendi emeğini kullanan bir üreticiyi düşünün, böylece gelirin göreceli fiyatı gerçek ücretine eşit olur (Holland, 1985: 3).

5.7.2. İletişim stratejileri: zorluklar ve fırsatlar ile yapılması gerekenler

Açıklık ve şeffaflıkta meydana gelen artış iletişime yönelik olarak da çokça güçlüğü ve fırsatı da yanında taşımaktadır. Bu kapsamda oluşturulan iletişim stratejilerinde devamlı surete bir gelişim görülmekte olup yeni politikalar ortaya konmaktadır. Tabii ki bu olumlu tablonun yanında zorluklarla da karşılaşmaktadır. Bu zorluklar arasında önem atfedilebilecek olanlardan ilkinde yönelik olarak, faiz oranlarında ortaya çıkan farklılıkların ekonomi bileşenlerine tesir edebilmesi için bir süre geçmesi ve bunun da coğrafî anlamda farklılıklar göstermesi sayılabilir. İkincisi ise, tüm olasılıkların öngörülmesinin zorluğudur. Bu da gelecekte olması muhtemel ekonomik şartların değerlendirilmesi aşamasında net verilere değil de yoruma dayalı bir sistem oluşturulmasını sağlar. Dolayısıyla kamuoyunun güven endeksinde bir istikrar ve devamlılık sağlanamaz (Jenkins, 2001: 6).

Bir diğerkarşılaşılan zorluk ise nitelikli bir iletişim stratejisinde olması gereken şeffaflık kavramının yanlış anlaşılmasıdır. Merkez bankaları bazı dönemlerde şeffaflığın gereği zannederek olması gerekenden fazla bilgiyi kamuoyuna açıklar ve bu durum kamuoyu nezdinde konudan sapmalara ve yanlış anlaşılmalara sebebiyet verdiği görülebilir. Burada şeffaflık kavramına yönelik olarak göz önünde bulundurulması gereken kavram nicelik değil niteliktir (Jenkins, 2001: 6).

Dolayısıyla merkez bankaları kamuoyuna yönelik verilen bilgilerde etkinliğe dikkat etmek ve marjinal fayda-maliyet analizini sıhhatli yapmak durumundadır. Bu durum merkez bankalarının yanlış anlaşılma durumunu önleyebilir ve üzerindeki yükün hafiflemesine katkı sağlayabilir (BIS, 2004).

Ayrıca, bu noktada vurgulanması gereken bir hareket tarzı da iletişim stratejileri tatbik edilirken uygun mahiyette bir dil kullanılmalıdır. Çünkü dil yalnızca merkez bankası iletişim stratejisinde değil tüm iletişim yöntemlerinde aktif ve etkin kullanılması gereken bir olgudur. İletişim de zaten kişi ya da kurumların anlattığı değil, kamuoyunun ne anladığıdır. Dilin etkin kullanıldığı bir iletişim stratejisi güvenilirliği istenilen miktarda hatta daha fazla artırır. Lakin tam da burada farklı bir zorluk ihtimali devreye girer. Bu da olması gerekenden fazla güvenilirliğin tesis edilmiş olmasıdır. Eğer böyle bir durum gelişirse kamuoyu merkez bankasını tek otorite yerine koyar ve başta hükümet olmak üzere diğer ekonomi bileşenlerini nazarı itibara almakta zorlanır. Dolayısıyla ekonomi bileşenleri arasındaki çark-dişli uyumu sekteye uğrar ve bu da istikrarı eksi yönde etkiler (Yetkin,2005: 65).

5.8. Döviz Kuru Politikaları Kapsamında İletişim Stratejilerinin Yürütülmesi

Merkez bankalarının döviz kuruna bakışı üç temel kabul üzerinden incelenebilir. Birincisi, döviz kuruna karşı sorumluluğun merkez bankaları ve hükümetler arasında paylaşılmasıdır. İkincisi, sabit ve dalgalı döviz kuru stratejileri iletişime yönelik politikaları ortadan kaldırmaktadır. Üçüncüsü ise, döviz kuruna yönelik bir müdahale gerekliliği doğduğunda bu durumun gizli kalmasına yönelik hamleler gelişebilmesidir (Blindervd, 2001; 8).

Döviz kurundaki bahse konu ortak sorumluluk iletişim stratejilerini önemli oranda zorlaştırmaktadır. Ayrıca birbirinden farklı döviz kuru stratejileri benimsemiş ülkelerin iletişime yönelik benimsedikleri stratejilerde farklı olabilmektedir. Kimisi şeffaflıktan yana

olduğu gibi kimisi de kapalılıktan yana olabilir. Döviz kuru rejimi çerçevesinde merkez bankalarının karşılaştığı iletişim stratejisi alanında bir başka zorluk da piyasalara yönelik gerçekleşen müdahaleler olmaktadır (Chiu, 2003).

Özet olarak, döviz kuru rejimi çerçevesinde iletişim politikalarına yönelik bakış açıları çeşitlilik arz etmekte olup, döviz piyasalarına ilişkin yapılacak herhangi bir müdahalenin tesirinin iletişim stratejisi çerçevesinde her geçen gün atfedilen önem artmaktadır. İletişim stratejilerinin tasarlanmasında önemli olan nokta, her coğrafyaya uygun olan tek boyut ve adet iletişim stratejisi söz konusu değildir. Bunun en önemli sebepleri arasında sahip olunan farklı finansal şartlar hedefler ve belirlenen politikalar sayılabilir.



6. METODOLOJİ VE AMPİRİK SONUÇLAR

Çalışmanın ana amacı TCMB para politikası kararlarının popüler finansal yatırım araçları üzerindeki etkisini incelemektir. Çalışmadaki veriler Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden temin edilmiştir. Veriler 01.01.2006 – 31.12.2021 arası günlük verilerdir. 2006 yılının başlangıç olarak seçilmesinin nedeni TCMB'nin 2006 yılı başlangıcında Açık Enflasyon Hedeflemesi uygulamasına geçmiş olmasıdır. Verilerin finansal yatırım araçları tarafı; BIST 100, Dolar, Euro ve Altın verilerinden oluşmaktadır. Çalışmada kullanılan diğer veri seti ise PPK kararları neticesinde oluşturulan kukla değişken serisidir. Bu seride PPK kararının açıklandığı günler “bir” diğer aylar “sıfır” olarak oluşturulmuştur. Ayrıca BIST 100, Dolar, Euro ve Altın serileri aşağıdaki formül yardımıyla getiri serileri haline dönüştürülmüştür ve analizde bu şekilde kullanılmıştır.

$$rt = \ln(p/pt-1) \times 100 \quad (1.0)$$

Çalışmada Türkiye'deki PPK kararlarının finans piyasalarındaki esas yatırım araçları olan BIST100, Euro, Dolar, Altın arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla; öncelikle serilerin birim kök analizleri yapılmıştır. Sonraki aşamada seriler arasındaki ilişkiler yapısal VAR modeli ile analiz edilmiş ve politika önerileri geliştirilmiştir.

Öncelikli olarak tüm serilere birim kök testleri uygulanmıştır. Ekonometrik modellerde kullanılan değişkenler arasında anlamlı ilişkilerin elde edilebilmesi için değişkenlere ait serilerin durağan olmaları başka bir ifadeyle birim kök içermemeleri gerekmektedir. Bir seri uzun dönemde birçok şoka maruz kalacaktır. Serilerin şoklara karşı direnç göstermesi durağan olduğu sonucunu vermektedir. Bu şokların etkilerinin durağan olduğu bilinirken, şokların etkisi kalıcı ise durağan olmadığı (ve ya durağan dışı olduğu) yani birim kök içerdiği sonucuna ulaşırız. Fakat seri rassal yürüyüş gösteriyorsa birim kök var demektir. Analizde serilerin durağanlığı; Augmented Dickey Fuller (ADF), Phillips-Perron (PP) ve Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) yöntemleriyle incelenmiştir. Bu yöntemlerden ADF; genel kullanıma sahip olduğu için, PP; trend içeren serilerin durağanlığını test etmede daha güçlü olduğu için, KPSS; hipotezleri, ADF ve PP'nin tersi olup, ilk iki testin bir sağlaması durumunda olduğu için tercih edilmiştir.

Standart Dickey-Fuller (DF) testi Bir seride birim kökün varlığını araştıran sistematik test Dickey ve Fuller tarafından ortaya konulmuştur. Analizde ilk model trendin ve sabitin yer almadığı modeldir. Aşağıda 1.1’de verilen rassal yürüyüş sürecinin birinci farkından yararlanılmaktadır. 1.1’deki denklemin birinci farkı için eşitliğin her iki tarafından Y_{t-1} den çıkarılırsa aşağıdaki 1.2 denklemi elde edilir;

$$Y_t = \sigma Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1.1)$$

$$Y_t - Y_{t-1} = \varphi Y_{t-1} - Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

$\Delta Y_t = (\sigma - 1)Y_{t-1} + \varepsilon_t =$ ve $\delta = \varphi - 1$ olmak üzere aşağıdaki 1.2 denklemi elde edilir;

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1.2)$$

1.2’de elde edilen model sabitsiz ve trendsiz (none) model olmaktadır. Sabitli model (intercept) aşağıda 1.3’de; sabitli ve trendli model ise 1.4’de verilmiştir;

$$\Delta Y_t = \mu + \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1.3)$$

$$\Delta Y_t = \mu + \beta t + \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1.4)$$

Dolayısı ile birim kökün bileşeninde $\delta = 1 - \varphi = 0$ (yani $\varphi = 1$) olurken durağan bir seri için $\delta = \varphi - 1 < 0$ (yani $\varphi < 1$) olacaktır. Böylece standart DF testi için hipotezler aşağıdaki gibi yazılabilir:

$H_0: \delta = 0$ (Birim kök vardır, seri durağan değildir)

$H_s: \delta < 0$ (Birim kök vardır, seri durağandır)

Standart DF testi 1.2, 3 ve 1.0’da görüldüğü gibi AR (1) sürecinden faydalanmaktadır. Eğer seride daha yüksek derecen bir korelasyon varsa ε_t yalın dizi olma özelliğini yitirecektir. Arttırılmış Dickey-Fuller (ADF) testi bu problemi çözmek için AR (1) sürecinden daha çok AR(p) sürecinden faydalanarak denkleme p gecikmeli fark terimleri eklemektedir. Böylelikle sabitsiz ve trendsiz(none), sabitli (intercept) sabitli ve trendli (trend and intercept) ADF denklemleriyle sırasıyla 1.5, 6 ve 7’de verilmiştir;

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (1.5)$$

$$\Delta Y_t = \mu + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (1.6)$$

$$\Delta Y_t = \mu + \beta t + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (1.7)$$

Bu denklemler için de birim kök hipotezleri aynı olmakta ve δt istatistiği asimptotik dağılımı denkleme eklenen gecikmeli fark terimlerinden bağımsız olmaktadır. Bulunan test istatistiği ilgili kritik değerden küçük olduğunda ise yokluk hipotezi yok sayılacaktır.

Phillips ve Perron (1988) birim kök hipotezinin deneme sürecinde serisel kontrol altında tutan alternatif bir parametrik olmayan çözüm sunmuşlardır. Phillips ve Perron, Dickey-Fuller testindeki denklemlerde bulunan parametreye ait olan τ istatistiğinde parametrik bulunmayan düzeltmeler yaparak içsel bağıntı problemini çözüme ulaştırmıştır. Yapılacak birim kök testinde kullanılacak denklem aşağıdaki gibidir:

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \delta Y_{t-1} + \beta_1 \left(t - \frac{T}{2} \right) + u_t \quad (1.8)$$

Burada T; serinin gözlem sayısıdır. Hipotezlerin değerlendirilmesi ADF testi ile aynıdır. Yöntemin hipotezleri ise aşağıdaki şekildedir;

$H_0: \delta = 0$ (Birim kök vardır, seri durağan değildir.)

$H_s: \delta < 0$ (Birim kök vardır, seri durağandır.)

Kwiatkowski, Phillips, Schmidt, Shin Testi (KPSS, 1992) birim kök testinde kurulan hipotezler diğer birim kök testleri için kurulan hipotezlere göre farklılık göstermektedir. Sıfır hipotezi ADF birim kök testinde serinin durağan olmadığını belirtirken KPSS testinde sıfır hipotezi serinin durağan olduğunu alternatif hipotez ise serinin birim kök olduğunu savunur (Sevüktekin ve Çınar, 2014: 376). KPSS testi yapılırken seriler determinist trendlerden arındırılır ve seriler durağan hale gelirken Langrange Multiplier (LM) istatistiği kullanılır. KPSS testi aşağıdaki regresyon modelinden hareket eder.

KPSS test istatistiği 1.9' da verilen denklemin EKK tahmininden elde edilen bir önceki sonuçlarına dayanmaktadır;

$$Y_t = x'_t \alpha + u_t \quad (1.9)$$

1.9'da sabit terimi veya sabit terim ve trendi içermektedir. Buradan hareketle LM istatistiği 1.10'daki gibi elde edilir.

$$LM = \sum_t S(t)^2 / (T^2 f_0) \quad (1.10)$$

1.10'da elde edilen sıfır frekansta kalıntı durumu ve tahmincisi ve $S(t)$ 1.11'de gösterilen birikimli kalıntı fonksiyonunu oluşturmaktadır;

$$S(t) = \sum_{r=1}^t \tilde{u}_r \quad (1.11)$$

1.11'de kalıntı tahminleri $\tilde{u}_t = Y_t - x'_t \alpha(0)$ olarak elde edilir. Burda α tahmincisi orijinal regresyonun kalıntılarına dayanarak elde edilir.

Çalışmada ayrıca BIST 100, dolar, Euro ve altın serilerinin kırılma tarihleri incelenmiştir. Bu amaçla, Bai ve Perron çoklu yapısal kırılma analizi kullanılmıştır. Bai ve Perron yaptıkları çalışmalarında çoklu yapısal kırılma-regresyon testi dinamik programlamaya göre dizayn etmiş olup, En küçük Kareler (EKK) ile tahmin edilen doğrusal regresyon modelinde kırılma zamanlarını tahmin ederek, sonuç olarak hata kareleri toplamını minimizasyonunu sağlayan bir algoritmaya dayanmaktadır. Bai ve Perron modeli serinin durağanlığını ölçen herhangi bir hipotezi ölçmeyip, doğrusal modelde çeşitli testler yöntemiyle anlamlı yapısal kırılmalara ulaşarak ilişkiyi rejimlere bölen bu yaklaşım m kırılmalı ($m + 1$ rejimli) çoklu doğrusal modeli ele alır.

$$y_t = x'_t \beta + z'_t \delta_j + u_t \quad t = T_{j-1} + 1, \dots, T_j \quad j = 1, \dots, m+1 \quad (1.12)$$

Yukarıdaki eşitlikte y_t bağımlı değişken, x ve z sırasıyla $x_t (p \times 1)$ ve $z_t (q+1)$ boyutlu kovaryans vektörlerini, β ve δ_j ($j=1, \dots, m+1$) karşı gelen varyanslar vektörü ve u_t hata terimini ifade etmektedir. Buradaki amaç T gözlemlili (y_t, x_t, z_t) veri seti ile önceden bilinmediği varsayılan T_1, \dots, T_m kırılma zamanları ile bilinmeyen β ve δ_j ($j=1, \dots, m+1$) katsayılarını etmektedir. β parametresi sabit rejimden tahmin edildiği için kısmi yapısal değişim modeli olarak isimlendirilmektedir. Fakat eşitlikte $p = 0$ olursa denklemdeki tüm rejimler değişeceğinden bu model saf yapısal değişim modeli olarak adlandırılmaktadır. Her bir rejim için EKK ile hata kareleri toplamının minimize edilmesiyle tahmin edilmektedir.

$$\sum_{i=1}^{m+1} \sum_{t=Ti-1}^{Ti} + 1 [y_t - x'_t \beta - z'_t \delta_i]^2 \quad (1.13)$$

Bai-Perron kırılma sayısının belirlenmesinde şu üç testi önermiştir:

- i. supFt(n;k) testi: H0 hipotezi yapısal kırılmanın olmadığı, alternatif hipotezin k tane yapısal kırılma olduğu şeklindedir.
- ii. UDMaxFt(M,q) ve WDMax Ft(M,q) testleri: Double maximum testlerinde sıfır hipotezi kırılma yoktur, alternatif hipotez en fazla m ($1 \leq m \leq M$) tane yapısal kırılma vardır şeklinde açıklanır.
- iii. supFt ($\ell+1 \mid \ell$) testi: Ardışık(sequential) F testinde ise sıfır hipotezi ℓ tane kırılma, alternatif hipotez $\ell+1$ tane kırılmanın olduğunu göstermektedir.

Değişkenler arasındaki ilişkiler ise standart VAR modeli ile analiz edilmiştir. Vektör Otoregresif Model (VAR), 1980 yılında Sims tarafından geliştirilmiştir. Bu modelde seçilen tüm değişkenleri birlikte ele alan bir sistem bütünlüğü içerisinde incelemektedir. Tek değişkenli otoregresif (AR) modelinin çok değişkenli türüdür. Bu analizde her bir zaman serisinin içsel olarak sisteme dâhil edildiği ve zaman serilerinin p gecikmelerine kadar bağımsız değişken olarak alındığı vektörel denklem sistemi tahmin edilmektedir. Bu modeldeki en önemli unsur değişkenler arası nedensellik testlerinin yapılabilmesi için tüm değişkenlerin ve ya zaman serilerinin durağan olması gerekmektedir. Bu sebepten bu model uygulamasının ilk basamağı birim kök testleridir. Birim kök içeren denklem sistemi farklarını alarak durağan hallerini zaman serileri denklemlerine eklemek gerekecektir. Diğer önemli unsur ise çeyreklik ve aylık gibi yıllık olmayan zaman serilerinde denk gelinen mevsimsel dalgalanmalardır. Bu dalgalanmalar analizin başlangıcında Tramo/Seats yöntemleri ile düzeltilebilir veya VAR denklem sisteminde dışsal değişken olarak gölge değişkenler yardımıyla eklenebilir.

VAR denklem sistemlerindeki temel amaç; değişkenler arasındaki tek yönlü ilişkiyi tespit etmeye ilaveten, değişkenler arasındaki ileri ve geri bağlantıları gösterebilmektir.

K tane durağan zaman serisine ait p gecikmeli VAR(p) modeli 1.14'deki gibi gösterilebilir;

$$y_t = A_1 Y_{t-1} + \dots + A_p Y_{t-p} + C x_t + \varepsilon_t \quad (1.14)$$

1.14'de,

- $yt = (Y_{1t}, Y_{2t}, \dots, Y_{kt})'$, $k \times 1$ boyutlu içsel değişkenler vektörü

- $xt = (X_{1t}, X_{2t}, \dots, X_{dt})'$, $d \times 1$ boyutlu dışsal değişkenler vektörü

- A_1, \dots, A_p , $k \times k$ boyutlu gecikmeli değişkenlere ait katsayılar matrisleri

- C , $k \times d$ boyutlu dışsal değişkenlere ait katsayılar matrisi,

- $\varepsilon t = (\varepsilon_{1t}, \varepsilon_{2t}, \dots, \varepsilon_{kt})'$; $E(\varepsilon_t) = 0$, $E(\varepsilon_t \varepsilon'_t) = \Sigma_\varepsilon$ ve $E(\varepsilon_t \varepsilon'_s) = 0$ ($t \neq s$) olan $k \times 1$ boyutlu temiz dizi özelliği gösteren hata vektörüdür.

1.14'te denklemin sağ kısmında yalnızca gecikmeli değişkenler olduğunda (bu durum standart VAR olarak adlandırılmaktadır.) Bu noktada EKK tahmincisi tutarlı gösterge ile denklem sistemi EKK ile tahmin edilmektedir.

$$Y_{1t} = \alpha_{11}Y_{1t-1} + \alpha_{12}Y_{2t-1} + C_1 + \varepsilon_{1t}$$

$Y_{2t} = \alpha_{21}Y_{1t-1} + \alpha_{22}Y_{2t-1} + C_2 + \varepsilon_{2t}$ şeklindeki denklemlerle ifade edilir. Bu denklem sisteminin matris formu ise;

$$\begin{pmatrix} Y_{1t} \\ Y_{2t} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \alpha_{11} & \alpha_{12} \\ \alpha_{21} & \alpha_{22} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} Y_{1t-1} \\ Y_{2t-1} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} C_1 \\ C_2 \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \end{pmatrix} \text{ biçiminde yazılır.}$$

VAR modelinde en iyi modelin tahmini için serisel korelasyon var olmaması, sabit varyans şartı, istikrar koşulu gibi koşulların sağlanması gerekmektedir. Bu özelliklerden herhangi birinin eksik olduğu VAR modelinin bilgileri en uygun gecikmeyi sağlamış olsalar dahi uygun bir model sınıfına giremeyecektir. Bu koşullar gerçekleşmediğinde tahmin edilen modelin gecikme sayıları değiştirilmesi gerekmektedir. Bilgi kriterlerinin tümü aynı gecikme gün sayısını gösteriyor ve şartlar sağlanmıyorsa, bilgi kriterlerinin en küçük ikinci değerini, o da modele uymaz ise en küçük üçüncü değerini alarak gecikme sayısı sınanabilir. Eğer bilgi kriterleri ayrı ayrı gecikme sayılarını ifade ediyor ve bu gecikmeler için şartların tamamı sağlanıyorsa daha seyrek parametre tahmini yaparak serbestlik derecesi kaybı yaşamamak adına en minimum gecikme sayısı alınabilir.

VAR modelinin otoregresif karakterize köklerinin mutlak değerinin 1'den küçük olması sistemin durağan değişkenler tarafından oluşturulduğunu ifade eder. Bu duruma istikrar

koşulu (stability condition) denmektedir. İstikrar şartının oluşup oluşmadığını test etmek adına Wiew/Lag Structure /AR Roots Graph işlemi yapılır.

Analizin birim kök testi sonuçları aşağıda Tablo 1’de özetlenmiştir;

Tablo 6. 1. Birim Kök Testleri Sonuçları

ADF Birim Kök Testi					
		BIST100	Dolar	Euro	Altın
Seviyesinde Sabitli Model	t-Statistic Prob.	(-51.19601) 0.0001*	(-50.93219) 0.0001*	(-50.21794) 0.0001*	(-56.00722) 0.0001*
Seviyesinde Sabit ve Trendli Model	t-Statistic Prob.	(-51.19577) 0.0000*	(-50.95487) 0.0000*	(-50.21344) 0.0000*	(-56.02174) 0.0000*
PP Birim Kök Testi					
		BIST100	Dolar	Euro	Altın
Seviyesinde Sabitli Model	t-Statistic Prob.	(-51.20536) 0.0001*	(-50.95497) 0.0001*	(-50.19851) 0.0001*	(-56.13758) 0.0001*
Seviyesinde Sabit ve Trendli Model	t-Statistic Prob.	(-51.19519) 0.0000*	(-50.96815) 0.0000*	(-50.20011) 0.0000*	(-56.16669) 0.0000*
KPSS Birim Kök Testi					
		BIST100	Dolar	Euro	Altın
Seviyesinde Sabitli Model	LM-Statistic	(0.064735)	(0.198908)	(0.058415)	(0.213936)
	1% level	0.739000*	0.739000*	0.739000*	0.739000*
	5% level	0.463000	0.463000	0.463000	0.463000
	10% level	0.347000	0.347000	0.347000	0.347000
Seviyesinde Sabit ve Trendli Model	LM-Statistic	(0.035243)	(0.023007)	(0.030892)	(0.108665)
	1% level	0.216000*	0.216000*	0.216000*	0.216000*
	5% level	0.146000	0.146000	0.146000	0.146000
	10% level	0.119000	0.119000	0.119000	0.119000

*%1 Anlamlılık düzeyi

Birim kök testi sonuçlarına göre; ADF, PP ve KPSS testlerinde aynı sonuçlara ulaşılmıştır ve bu kapsamda tüm serilerin getiri oranı halleri seviyelerinde sabitli ve trendli olarak durağandır.

Analizin bir sonraki aşamasında BIST100, dolar, euro ve altın getiri oranı serileri için kırılma tarihleri belirlenmiştir. Belirlenen kırılma tarihleri ile PPK kararları arasında anlamlı ilişkiler olup olmadığı araştırılması amaçlanmıştır. Bu kapsamda serilerin 5 kırılmaya kadar olan Bai ve Perron çoklu kırılma testi sonuçları aşağıda Tablo 2’de özetlenmiştir;

Tablo 6.2.Bai ve Perron Çoklu Kırılma Testi Sonuçları

BIST 100 (ay/gün/yıl)	
1 kırılma	11/25/2008
2 kırılma	11/25/2008, 5/05/2011
3 kırılma	11/25/2008, 5/05/2011, 5/24/2019
4 kırılma	11/25/2008, 5/05/2011, 3/04/2014, 5/24/2019
5 kırılma	11/25/2008, 5/05/2011, 3/04/2014, 7/19/2016, 5/24/2019
Dolar (ay/gün/yıl)	
1:	8/19/2009
2:	6/17/2010, 11/07/2012
3:	8/19/2009, 1/23/2014, 6/10/2016
4:	8/19/2009, 1/23/2014, 6/10/2016, 8/02/2019
5:	11/10/2008, 8/25/2011, 1/23/2014, 6/10/2016, 8/02/2019
Euro (ay/gün/yıl)	
1 kırılma	9/12/2018
2 kırılma	7/07/2010, 11/29/2012
3 kırılma	7/07/2010, 11/29/2012, 9/12/2018
4 kırılma	7/07/2010, 11/29/2012, 5/27/2015, 9/12/2018
5 kırılma	6/24/2008, 11/22/2010, 11/22/2013, 4/13/2016, 9/12/2018
Altın (ay/gün/yıl)	
1 kırılma	3/12/2018
2 kırılma	8/23/2011, 11/10/2014
3 kırılma	9/11/2008, 8/23/2011, 11/10/2014
4 kırılma	9/11/2008, 8/23/2011, 11/10/2014, 3/28/2019
5 kırılma	9/11/2008, 8/23/2011, 6/09/2014, 12/23/2016, 8/01/2019

BIST100 kırılma tarihleri incelendiğinde kritik tarihlerdeki kararlar şu şekildedir; 22.10.2008 faiz indirimi,19.11.2008 faiz indirimi, 05.05.2011 faiz sabit, 18.03.2014 faiz sabit, 19.07.2016-faiz sabit, 25.04.2019 tarihinde de faiz sabit bırakılmıştır.

Dolar kırılma tarihleri ise; 22.10.2008 faiz indirimi, 18.08.2009 faiz indirimi, 17.06.2010 sabit faiz, 23.08.2011 sabit faiz, 18.10.2012 sabit faiz, 21.01.2014 sabit faiz, 24.05.2016 sabit faiz, 25.07.2019 indirimi şeklinde gerçekleşmiştir.

Euro kırılma tarihleri ise şu şekildedir; 16.06.2008- faiz artırımı, 17.06.2010- sabit faiz, 20.11.2012- faiz indirimi, 19.11.2013 sabit faiz uygulaması, 20.05.2015 sabit faiz uygulaması 24.03. 2016 sabit faiz uygulaması, 13.09.2018 faiz artırımı şeklindedir.

Altın'daki kırılma tarihleri ise şu şekildedir; 23.08.2011- sabit faiz, 20.11.2014 sabit faiz, 20.12.2016 sabit faiz uygulaması 06.03.2019 sabit faiz uygulaması, 25.07.2019 faiz indirimi şeklindedir.

Analizin son aşamasında, BIST-PPK, Dolar-PPK, Euro-PPK ve Altın-PPK olmak üzere dört VAR analizi yapılmıştır. Bu kapsamda BIST-PPK Var analizi için öncelikle modelin uygun gecikme uzunluğu belirlenmiştir. VAR modellerini uygulayabilmek için seçilen değişkenlerin tamamı durağan olmak zorundadır. Modelde kullanılan değişkenlerin durağan olmaması kısaca birim kök halinde gerçekleşmesi modelin tahmin sonuçlarının anlamsız olmasına neden olacaktır. Uygun gecikme uzunluğu modelin durağan olması anlamındadır. E-views 12 programı yardımıyla elde edilen uygun gecikme uzunluğu seçimi sonuçları Tablo.3'te verilmiştir;

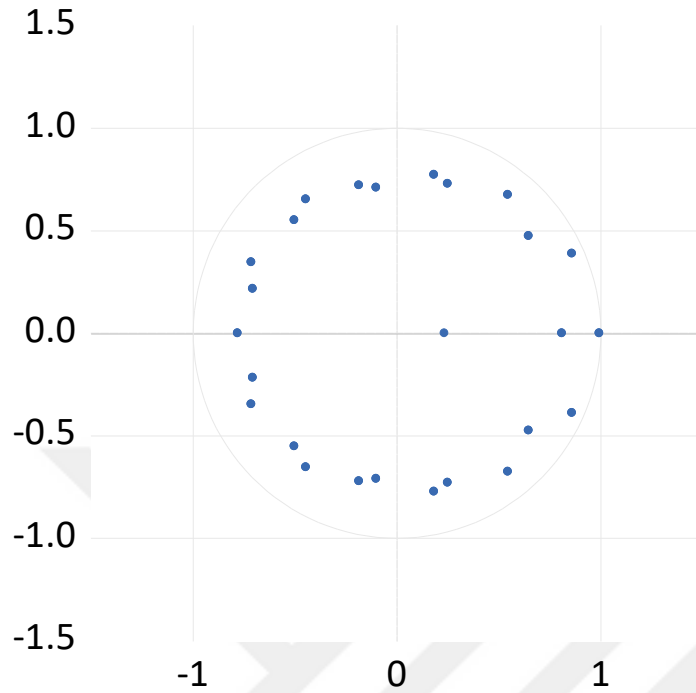
Tablo 6.3.BIST-PPK VAR Modeli Uygun Gecikme Uzunluğu

VAR LagOrderSelectionCriteria
Endogenousvariables: BIST PPK
Exogenousvariables: C @TREND
Date: 08/29/22 Time: 13:30
Sample: 1/02/2006 12/31/2021
Includedobservations: 2753

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-17379.33	NA	1046.171	12.62865	12.63725	12.63175
1	-11419.82	11901.70	13.82296	8.302085	8.319290	8.308301
2	-11393.28	52.96202	13.59847	8.285711	8.311518	8.295034
3	-11382.61	21.28908	13.53268	8.280861	8.315270	8.293292
4	-11370.34	24.45206	13.45161	8.274853	8.317864	8.290392
5	-11350.09	40.31605	13.29378	8.263050	8.314664	8.281697
6	-11335.30	29.42912	13.18999	8.255212	8.315427	8.276966
7	-11315.36	39.65018	13.03812	8.243631	8.312448	8.268493
8	-11297.11	36.26487	12.90382	8.233277	8.310697	8.261247
9	-11268.71	56.37870	12.67715	8.215555	8.301576	8.246632
10	-11226.49	83.76508	12.33000	8.187788	8.282412	8.221974
11	-11193.53	65.33819	12.07333	8.166752	8.269978*	8.204045
12	-11178.08	30.60996	11.97331	8.158433	8.270262	8.198834*
13	-11170.85	14.32786*	11.94519*	8.156081*	8.276512	8.199590
14	-11168.42	4.791496	11.95889	8.157228	8.286260	8.203844
15	-11167.99	0.863674	11.98989	8.159816	8.297451	8.209540

Tablo.3'e göre BIST-PPK VAR modeli uygun gecikme uzunluğu 13 olarak belirlenmiştir. Analiz 13 gecikme uzunluğu dikkate alınarak devam ettirilmiş ve 13 gecikme uzunluğunun geçerliliği için yine E-views 12 programı yardımıyla "Karakteristik Polinomun Kökleri" ve "LM testi" analizleri yapılmıştır. İlgili analiz sonuçları aşağıdaki şekil ve tablolarda verilmiştir;

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Şekil 6.1. Karakteristik Polinomun Kökleri Sonuçları

Grafikte izlenen karakteristik köklerin birim çember içerisinde olmasından dolayı mutlak değerce 1'den küçük oldukları için istikrar koşulunun sağlandığı görülmektedir. Bazı zamanlarda köklerin birim çember içerisinde olup olmadığı / teğet olduğu zamanlarda net sonuca ulaşabilmek için Wiew /Lag /Structure / AR Roots Table işlemi yapılır:

Tablo 6.2.Karakteristik Polinomun Kökleri Sonuçları

Roots of Characteristic Polynomial
 Endogenous variables: BIST PPK
 Exogenous variables: C @TREND
 Lag specification: 1 13
 Date: 08/29/22 Time: 13:29

Root	Modulus
0.992460	0.992460
0.858552 + 0.388120i	0.942204
0.858552 - 0.388120i	0.942204
0.544538 + 0.675844i	0.867920
0.544538 - 0.675844i	0.867920
0.810033	0.810033
0.646794 + 0.475079i	0.802522
0.646794 - 0.475079i	0.802522
-0.715336 - 0.346177i	0.794698
-0.715336 + 0.346177i	0.794698

Tablo 6.4. Karakteristik Polinomun Kökleri Sonuçları (Devam)

Root	Modulus
0.182452 + 0.773411i	0.794641
0.182452 - 0.773411i	0.794641
-0.447263 - 0.653557i	0.791947
-0.447263 + 0.653557i	0.791947
-0.781762	0.781762
0.249269 - 0.729696i	0.771097
0.249269 + 0.729696i	0.771097
-0.503500 + 0.550985i	0.746389
-0.503500 - 0.550985i	0.746389
-0.185667 + 0.721347i	0.744858
-0.185667 - 0.721347i	0.744858
-0.708030 + 0.217338i	0.740636
-0.708030 - 0.217338i	0.740636
-0.102536 - 0.710858i	0.718215
-0.102536 + 0.710858i	0.718215
0.233119	0.233119

Şekil.1 ve Tablo.4'göre tüm veriler 1 değerinden küçük çıktığı için model uygun kabul edilmektedir. Modelin tam uygunluğuna karar verebilmek için modelin serisel otokorelasyon sorunu içerip içermediği Lagrange Çarpanlar (Autocorrelation LM) testi ile test edilmiş ve sonuçlar aşağıda Tablo.5'de gösterilmiştir;

Tablo 6.5. LM Testi Sonuçları

VAR Residual Serial Correlation LM Tests

Date: 08/29/22 Time: 13:28

Sample: 1/02/2006 12/31/2021

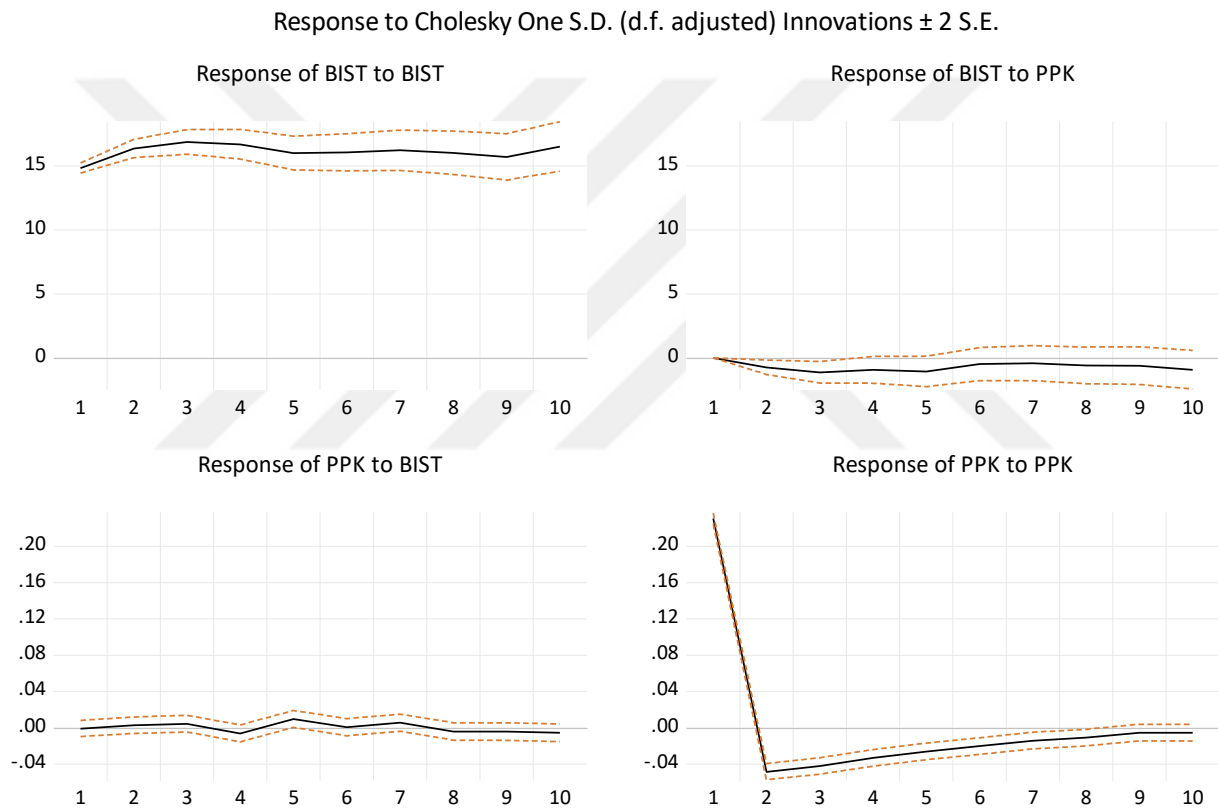
Included observations: 2755

Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	4.508543	4	0.3415	1.127395	(4, 5448.0)	0.3415
2	2.592228	4	0.6282	0.648092	(4, 5448.0)	0.6282
3	1.177696	4	0.8818	0.294402	(4, 5448.0)	0.8818
4	3.642849	4	0.4565	0.910850	(4, 5448.0)	0.4565
5	0.914999	4	0.9224	0.228727	(4, 5448.0)	0.9224
6	1.070568	4	0.8989	0.267619	(4, 5448.0)	0.8989
7	1.381917	4	0.8473	0.345460	(4, 5448.0)	0.8473
8	2.996146	4	0.5585	0.749105	(4, 5448.0)	0.5585
9	6.738144	4	0.1504	1.685269	(4, 5448.0)	0.1504
10	3.862817	4	0.4249	0.965869	(4, 5448.0)	0.4249
11	4.564973	4	0.3349	1.141512	(4, 5448.0)	0.3349
12	5.020274	4	0.2852	1.255416	(4, 5448.0)	0.2852

Tablo.5'e göre tüm değerlerin anlamlılık düzeyi 0,10 değerinden büyüktür ve modelin otokorelasyon içerdiği hipotezi reddedilmektedir. Bu kapsamda model de otokorelasyon yoktur ve model uygun bir modeldir.

Modelin uygunluğu belirlendikten sonra değişkenlerin aralarındaki ilişkileri incelemek için etki-tepki modelleri ve varyans ayrıştırma modellerinden yararlanılmıştır. Bu kapsamda BIST-PPK arasındaki etki-tepki analizi sonuçları aşağıda Grafik.1'de özetlenmiştir;

Grafik 6.1. BIST-PPK Etki-Tepki Grafikleri



4 grafikte sonuçlar özetlenmiştir. Sırasıyla sol üst grafik, BIST 100 endeksinin kendine etkilerini, sağ üst grafik BIST 100 endeksinin PPK kararlarına etkilerini, sol alt grafik PPK kararlarının BIST 100 endeksine etkilerini ve sol alt grafik PPK kararlarının yine kendine etkilerini göstermektedir. Teorik olarak BIST 100 endeksinin PPK üzerinde etkisi olması beklenmez. Bu sebeple bu kısım analiz dışında bırakılmıştır. Yine BIST 100 endeksinin kendine etkileri çalışma hipotezleri dışında olduğundan analiz dışında bırakılmıştır. Bu kapsamda PPK kararlarının BIST 100 endeksine etkilerini gösteren grafik ise ana hipotez ile ilgilidir. Grafığe göre 10 dönem için PPK kararlarındaki şokların etkileri görülmektedir. .00

noktası şokların nötrleştiği noktadır. Kırmızı kesikli çizgiler ise %95 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Bu kapsamda grafik analiz edildiğinde PPK kararlarının BIST 100 endeksinde zayıf etkileri örülmektedir. Gecikmeli olarak 4. 5. Dönemde nispeten büyüyen şoklar 8. 9. Ve 10. Dönemde etkiler nötr hale gelmektedir. Son grafikte ise PPK kararlarının kendi kararları üzerindeki etkileri incelendiğinde PPK kararlarındaki şokların kendi üzerindeki etkileri 2. Dönemden sonra azalmakta ve 9. Dönemden sonra nötr hale gelmektedir.

VAR analizindeki son aşama olan varyans ayrıştırma sonuçları aşağıdaki tablo.6'de verilmiştir (teorik olarak uygun olan BIST 100 endeksinin varyans ayrıştırma bölümü değerlendirilmiştir);

Tablo 6.3.BIST 100 Endeksi Varyans Ayrıştırma Sonuçları

Period	S.E.	BIST	PPK
1	14.82634	100.0000	0.000000
2	22.08432	99.88982	0.110183
3	27.81177	99.76758	0.232417
4	32.44023	99.74811	0.251892
5	36.18484	99.71251	0.287493
6	39.59089	99.74535	0.254647
7	42.78373	99.77294	0.227058
8	45.68508	99.78484	0.215163
9	48.30790	99.79241	0.207592
10	51.05712	99.78170	0.218301

Tablo.6'e göre PPK kararlarının BIST 100 endeksi üzerinde dönemler artıkça artan fakat zayıf etkileri bulunmaktadır. 1. Dönemde BIST 100 endeksinde meydana gelen değişiklikleri %100'ü yine kendi tarafından açıklanırken 10. Döneme gelindiğinde dahi %100 oranına yakın bir şekilde yine kendi tarafından açıklanmaktadır.

Altın-PPK Var analizi için öncelikle modelin uygun gecikme uzunluğu belirlenmiştir. VAR modellerini uygulayabilmek için seçilen değişkenlerin tamamı durağan olmak zorundadır. Modelde kullanılan değişkenlerin durağan olmaması kısaca birim kök halinde gerçekleşmesi modelin tahmin sonuçlarının anlamsız olmasına neden olacaktır. Uygun gecikme uzunluğu modelin durağan olması anlamındadır. E-views 12 programı yardımıyla elde edilen uygun gecikme uzunluğu seçimi sonuçları Tablo.7'de verilmiştir;

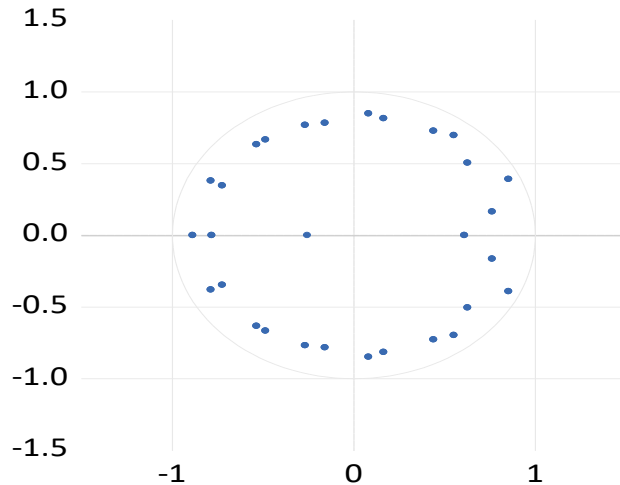
Tablo 6.4.Altın-PPK VAR Modeli Uygun gecikme uzunluğu seçimi

VAR LagOrderSelectionCriteria
 Endogenousvariables: A PPK
 Exogenousvariables: C
 Date: 08/29/22 Time: 13:38
 Sample: 1/02/2006 12/31/2021
 Includedobservations: 2752

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-5647.212	NA	0.207999	4.105532	4.109834	4.107086
1	-5634.815	24.76648	0.206734	4.099430	4.112337	4.104093
2	-5625.024	19.54713	0.205865	4.095221	4.116733	4.102993
3	-5610.472	29.02983	0.204293	4.087552	4.117669	4.098433
4	-5597.845	25.17011	0.203016	4.081283	4.120004	4.095272
5	-5583.310	28.95502	0.201467	4.073626	4.120953	4.090724
6	-5566.150	34.15705	0.199550	4.064063	4.119994	4.084269
7	-5546.101	39.87956	0.197236	4.052399	4.116935	4.075715
8	-5525.770	40.41031	0.194909	4.040531	4.113671	4.066955
9	-5496.523	58.09020	0.191365	4.022183	4.103928	4.051716
10	-5459.018	74.43755	0.186762	3.997833	4.088183	4.030475
11	-5426.142	65.20239	0.182884	3.976848	4.075803*	4.012598
12	-5411.100	29.81227	0.181422	3.968822	4.076382	4.007681*
13	-5403.792	14.47267	0.180986	3.966418	4.082583	4.008386
14	-5400.688	6.141492	0.181104	3.967070	4.091839	4.012146
15	-5392.630	15.93488*	0.180571*	3.964121*	4.097495	4.012306

Tablo.7'ye göre Altın-PPK VAR modeli uygun gecikme uzunluğu 15 olarak belirlenmiştir. Analiz 15 gecikme uzunluğu dikkate alınarak devam ettirilmiş ve 15 gecikme uzunluğunun geçerliliği için yine E-views 12 programı yardımıyla “Karakteristik Polinomun Kökleri” ve “LM testi” analizleri yapılmıştır. İlgili analiz sonuçları aşağıdaki şekil ve tablolarda verilmiştir;

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Şekil 6.2. Karakteristik Polinomun Kökleri Sonuçları

Grafikte izlenen karakteristik köklerin birim çember içerisinde olmasından dolayı mutlak değerce 1'den küçük oldukları için istikrar koşulunun sağlandığı görülmektedir. Bazı zamanlarda köklerin birim çember içerisinde olup olmadığı / teğet olduğu zamanlarda net sonuca ulaşabilmek için Wiew /Lag /Structure / AR Roots Table işlemi yapılır:

Tablo 6.5. Karakteristik Polinomun Kökleri Sonuçları

Roots of CharacteristicPolynomial
Endogenousvariables: A PPK
Exogenousvariables: C
Lagspecification: 1 15
Date: 08/29/22 Time: 13:38

Root	Modulus
0.853002 + 0.391165i	0.938415
0.853002 - 0.391165i	0.938415
0.551684 + 0.696581i	0.888583
0.551684 - 0.696581i	0.888583
-0.887460	0.887460
-0.787073 - 0.380196i	0.874090
-0.787073 + 0.380196i	0.874090
0.082167 + 0.849279i	0.853245
0.082167 - 0.849279i	0.853245
0.439660 + 0.728272i	0.850694
0.439660 - 0.728272i	0.850694
0.165153 + 0.815692i	0.832244
0.165153 - 0.815692i	0.832244

Tablo 6.8. Karakteristik Polinomun Kökleri Sonuçları (Devam)

Root	Modulus
-0.535456 + 0.632796i	0.828942
-0.535456 - 0.632796i	0.828942
-0.486897 + 0.666318i	0.825257
-0.486897 - 0.666318i	0.825257
-0.268033 - 0.768977i	0.814351
-0.268033 + 0.768977i	0.814351
0.626759 - 0.505317i	0.805091
0.626759 + 0.505317i	0.805091
-0.724655 + 0.345874i	0.802965
-0.724655 - 0.345874i	0.802965
-0.158808 + 0.783156i	0.799095
-0.158808 - 0.783156i	0.799095
-0.782722	0.782722
0.762883 - 0.164226i	0.780359
0.762883 + 0.164226i	0.780359
0.610027	0.610027
-0.255841	0.255841

Şekil 6.2 ve Tablo 6.8'e göre tüm veriler 1 değerinden küçük çıktığı için model uygun kabul edilmektedir. Modelin tam uygunluğuna karar verebilmek için modelin serisel otokorelasyon sorunu içerip içermediği Lagrange Çarpanlar (Autocorrelation LM) testi ile test edilmiş ve sonuçlar aşağıda tablo.9'da gösterilmiştir;

Tablo 6.9. LM Testi Sonuçları

VAR ResidualSerialCorrelation LM Tests
Date: 08/29/22 Time: 13:39
Sample: 1/02/2006 12/31/2021
Included observations: 2752

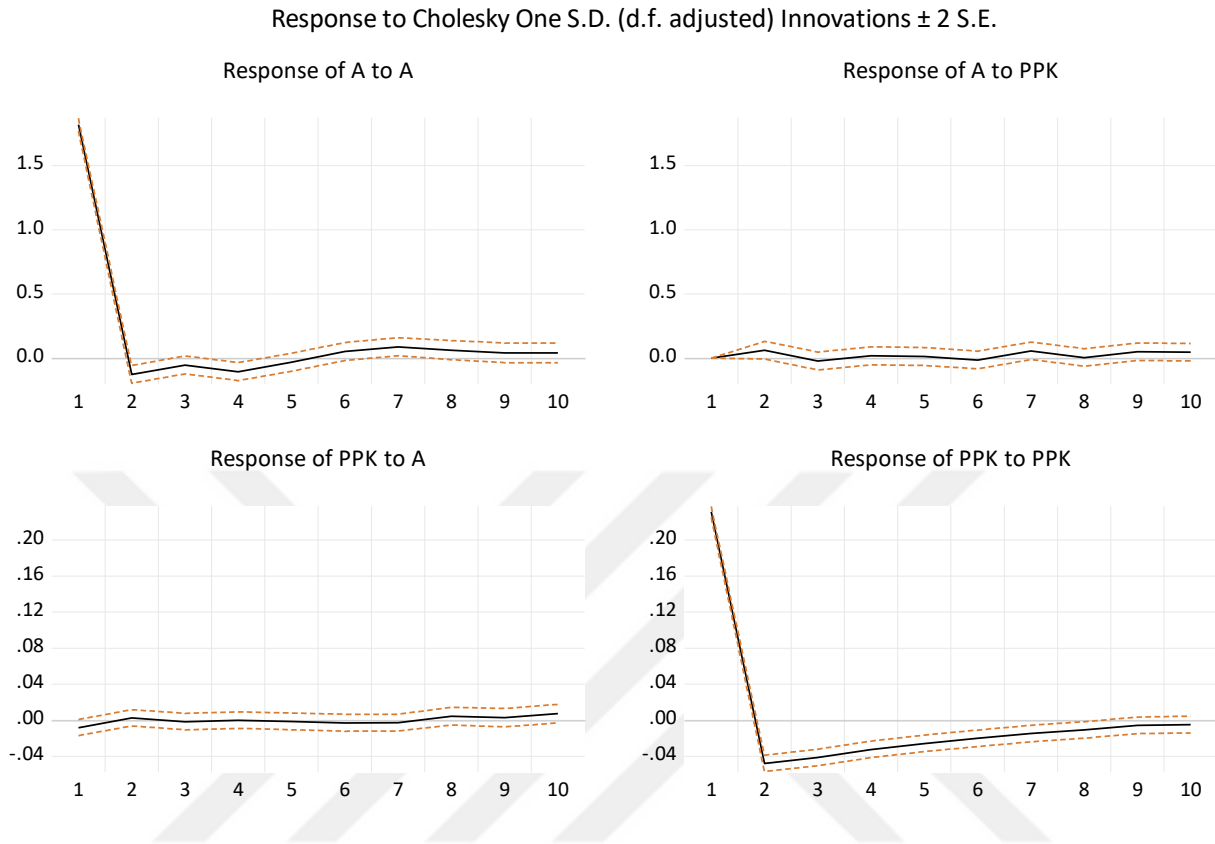
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	2.363526	4	0.6692	0.590901	(4, 5436.0)	0.6692
2	4.422989	4	0.3518	1.105994	(4, 5436.0)	0.3518
3	2.987061	4	0.5600	0.746833	(4, 5436.0)	0.5600
4	2.100116	4	0.7174	0.525034	(4, 5436.0)	0.7174
5	1.416256	4	0.8414	0.354045	(4, 5436.0)	0.8414
6	2.101969	4	0.7170	0.525497	(4, 5436.0)	0.7170
7	2.674715	4	0.6136	0.668720	(4, 5436.0)	0.6136
8	5.396058	4	0.2490	1.349436	(4, 5436.0)	0.2490
9	1.710673	4	0.7888	0.427657	(4, 5436.0)	0.7888
10	1.797304	4	0.7730	0.449318	(4, 5436.0)	0.7730
11	3.088399	4	0.5431	0.772177	(4, 5436.0)	0.5431

Tablo 6.9. LM Testi Sonuçları (Devam)

Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
12	2.704267	4	0.6085	0.676111	(4, 5436.0)	0.6085
13	4.000790	4	0.4059	1.000382	(4, 5436.0)	0.4059
14	4.716289	4	0.3177	1.179367	(4, 5436.0)	0.3177
15	6.168713	4	0.1869	1.542770	(4, 5436.0)	0.1869
16	2.792049	4	0.5932	0.698063	(4, 5436.0)	0.5932

Tablo.9'agöre tüm değerlerin anlamlılık düzeyi 0,10 değerinden büyüktür ve modelin otokorelasyon içerdiği hipotezi reddedilmektedir. Bu kapsamda model de otokorelasyon yoktur ve model uygun bir modeldir.

Modelin uygunluğu belirlendikten sonra değişkenlerin aralarındaki ilişkileri incelemek için etki-tepki modelleri ve varyans ayrıştırma modellerinden yararlanılmıştır. Bu kapsamda Altın-PPK arasındaki etki-tepki analizi sonuçları aşağıda Grafik.2'de özetlenmiştir;

Grafik 6.1. Altın-PPK Etki-Tepki Grafikleri

4 grafikte sonuçlar özetlenmiştir. Sırasıyla sol üst grafik, altın fiyatlarının kendine etkilerini, sağ üst grafik altın fiyatlarının PPK kararlarına etkilerini, sol alt grafik PPK kararlarının altın fiyatlarına etkilerini ve sol alt grafik PPK kararlarının yine kendine etkilerini göstermektedir. Teorik olarak altın fiyatlarının PPK üzerinde etkisi olması beklenmez. Bu sebeple bu kısım analiz dışında bırakılmıştır. Yine altın fiyatlarının kendine etkileri çalışma hipotezleri dışında olduğundan analiz dışında bırakılmıştır. Bu kapsamda PPK kararlarının altın fiyatlarına etkilerini gösteren grafik ise ana hipotez ile ilgilidir. Grafiğe göre 10 dönem için PPK kararlarındaki şokların etkileri görülmektedir. .00 noktası şokların nötrleştiği noktadır. Kırmızı kesikli çizgiler ise %95 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Bu kapsamda grafik analiz edildiğinde PPK kararlarının altın fiyatlarına olan zayıf etkileri görülmektedir. Gecikmeli olarak 4. 5. Dönemde nispeten büyüyen şoklar 8. 9. Ve 10. Dönemde etkiler nötr hale gelmektedir. Son grafikte ise PPK kararlarının kendi kararları üzerindeki etkileri incelendiğinde PPK kararlarındaki şokların kendi üzerindeki etkileri 2. Dönemden sonra azalmakta ve 9. Dönemden sonra nötr hale gelmektedir. Para politikası kurulunun

kararlarının Türkiye’de incelenen dönem dahilinde Altın üzerinde neredeyse hiçbir etkisi bulunmamaktadır.

VAR analizindeki son aşama olan varyans ayrıştırma sonuçları aşağıdaki **Tablo.10**’de verilmiştir (teorik olarak uygun olan altın fiyatlarının varyans ayrıştırma bölümü değerlendirilmiştir);

Tablo 6.10. Altın- PPK Varyans Ayrıştırma Tablosu

Period	S.E.	A	PPK
1	1.818278	100.0000	0.000000
2	1.823701	99.88360	0.116401
3	1.824598	99.86899	0.131011
4	1.827687	99.85826	0.141736
5	1.828001	99.85320	0.146799
6	1.828807	99.84680	0.153203
7	1.831888	99.74843	0.251572
8	1.832961	99.74782	0.252177
9	1.834135	99.67236	0.327636
10	1.835217	99.60758	0.392423

Tablo.10’agöre PPK kararlarının altın fiyatları üzerinde dönemler artıkça artan fakat zayıf etkileri bulunmaktadır. 1. Dönemde altın fiyatlarında meydana gelen değişiklikleri %100’ü yine kendi tarafından açıklanırken 10. Döneme gelindiğinde dahi %100 oranına yakın bir şekilde yine kendi tarafından açıklanmaktadır.

Sıradaki analiz olan, Dolar-PPK Var analizi için öncelikle modelin uygun gecikme uzunluğu belirlenmiştir. VAR modellerini uygulayabilmek için seçilen değişkenlerin tamamı durağan olmak zorundadır. Modelde kullanılan değişkenlerin durağan olmaması kısaca birim kök halinde gerçekleşmesi modelin tahmin sonuçlarının anlamsız olmasına neden olacaktır. Uygun gecikme uzunluğu modelin durağan olması anlamındadır. E-views 12 programı yardımıyla elde edilen uygun gecikme uzunluğu seçimi sonuçları tablo.11’de verilmiştir;

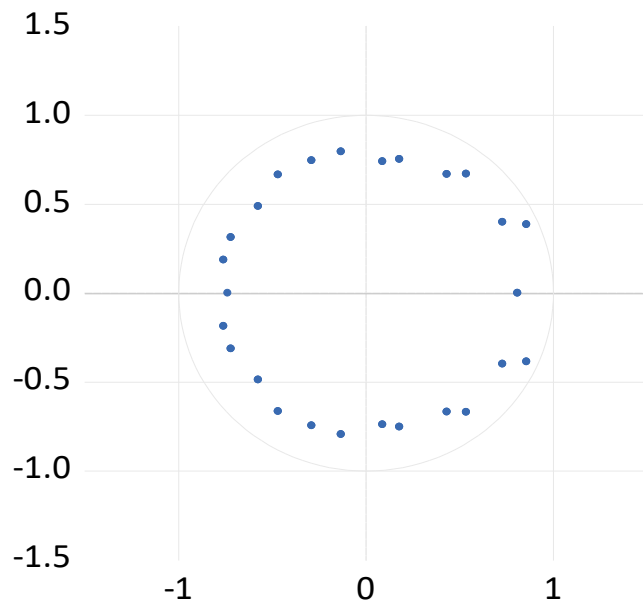
Tablo 6.6.Dolar-PPK VAR Modeli Uygun gecikme uzunluğu seçimi

VAR LagOrderSelectionCriteria
 Endogenousvariables: D01 PPK
 Exogenousvariables: C
 Date: 08/29/22 Time: 13:42
 Sample: 1/02/2006 12/31/2021
 Includedobservations: 2754

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-3600.451	NA	0.046907	2.616159	2.620459	2.617712
1	-3592.943	15.00031	0.046787	2.613611	2.626511	2.618271
2	-3583.993	17.86770	0.046619	2.610016	2.631515	2.617783
3	-3569.470	28.97053	0.046265	2.602375	2.632474	2.613249
4	-3554.343	30.15553	0.045892	2.594294	2.632992	2.608275
5	-3528.789	50.90390	0.045179	2.578641	2.625939	2.595728
6	-3513.780	29.87571	0.044820	2.570647	2.626544	2.590840
7	-3495.467	36.42792	0.044356	2.560252	2.624749	2.583552
8	-3473.166	44.32598	0.043771	2.546962	2.620058	2.573369
9	-3447.325	51.32519	0.043082	2.531100	2.612796	2.560614
10	-3412.021	70.06965	0.042114	2.508367	2.598662	2.540988
11	-3377.217	69.02769	0.041182	2.485996	2.584891*	2.521724
12	-3362.379	29.40643	0.040859	2.478125	2.585620	2.516960
13	-3348.375	27.73310*	0.040563*	2.470861*	2.586955	2.512801*

Tablo.11'e göre Dolar-PPK VAR modeli uygun gecikme uzunluğu 13 olarak belirlenmiştir. Analiz 13 gecikme uzunluğu dikkate alınarak devam ettirilmiş ve 13 gecikme uzunluğunun geçerliliği için yine E-views 12 programı yardımıyla "Karakteristik Polinomun Kökleri" ve "LM testi" analizleri yapılmıştır. İlgili analiz sonuçları aşağıdaki şekil ve tablolarda verilmiştir;

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Şekil 6.1. Karakteristik Polinomun Kökleri Sonuçları

Grafikte izlenen karakteristik köklerin birim çember içerisinde olmasından dolayı mutlak değerce 1'den küçük oldukları için istikrar koşulunun sağlandığı görülmektedir. Bazı zamanlarda köklerin birim çember içerisinde olup olmadığı / teğet olduğu zamanlarda net sonuca ulaşabilmek için Wiew /Lag /Structure / AR Roots Table işlemi yapılır:

Tablo 6.12. Karakteristik Polinomun Kökleri Sonuçları

Roots of Characteristic Polynomial
Endogenous variables: D01 PPK
Exogenous variables: C
Lag specification: 1 13
Date: 08/29/22 Time: 13:43

Root	Modulus
0.856833 - 0.385823i	0.939692
0.856833 + 0.385823i	0.939692
0.536079 - 0.669696i	0.857830
0.536079 + 0.669696i	0.857830
0.729301 + 0.398555i	0.831099
0.729301 - 0.398555i	0.831099
-0.469157 - 0.665781i	0.814477
-0.469157 + 0.665781i	0.814477
0.809223	0.809223
-0.132414 + 0.794058i	0.805023
-0.132414 - 0.794058i	0.805023
-0.289053 - 0.745375i	0.799459
-0.289053 + 0.745375i	0.799459

Tablo 6.13. Karakteristik Polinomun Kökleri Sonuçları

Root	Modulus
0.432307 + 0.668104i	0.795772
0.432307 - 0.668104i	0.795772
-0.720345 - 0.313480i	0.785599
-0.720345 + 0.313480i	0.785599
-0.759376 - 0.186085i	0.781844
-0.759376 + 0.186085i	0.781844
0.179095 - 0.753112i	0.774114
0.179095 + 0.753112i	0.774114
-0.575659 + 0.487639i	0.754438
-0.575659 - 0.487639i	0.754438
0.088451 - 0.739192i	0.744465
0.088451 + 0.739192i	0.744465
-0.738052	0.738052

Şekil 6.3. ve Tablo 6.12'ye göre tüm veriler 1 değerinden küçük çıktığı için model uygun kabul edilmektedir. Modelin tam uygunluğuna karar verebilmek için modelin serisel otokorelasyon sorunu içerip içermediği Lagrange Çarpanlar (Autocorrelation LM) testi ile test edilmiş ve sonuçlar aşağıda tablo.13'de gösterilmiştir;

Tablo 6.7.LM Testi Sonuçları

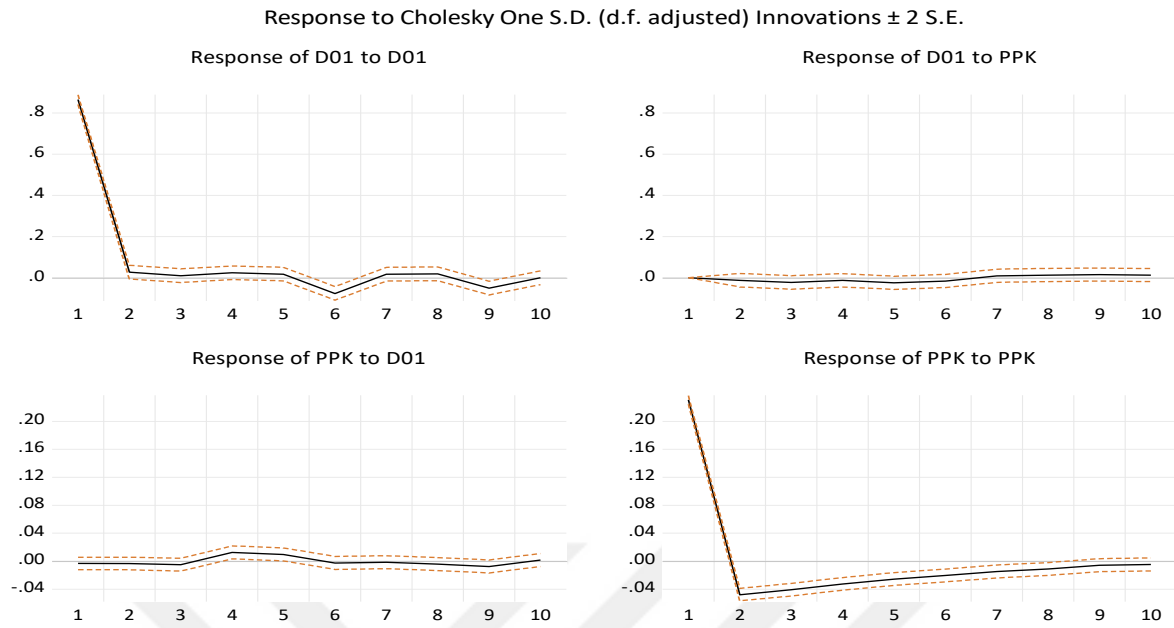
VAR ResidualSerialCorrelation LM Tests
 Date: 08/29/22 Time: 13:43
 Sample: 1/02/2006 12/31/2021
 Included observations: 2754

Nullhypot
 hesis: No
 serialcorre
 lation at
 lag h

Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	3.290205	4	0.5105	0.822649	(4, 5448.0)	0.5105
2	2.137831	4	0.7104	0.534464	(4, 5448.0)	0.7104
3	1.047419	4	0.9025	0.261832	(4, 5448.0)	0.9025
4	3.349583	4	0.5011	0.837499	(4, 5448.0)	0.5011
5	1.821693	4	0.7685	0.455416	(4, 5448.0)	0.7685
6	4.056029	4	0.3985	1.014199	(4, 5448.0)	0.3985
7	2.453119	4	0.6530	0.613305	(4, 5448.0)	0.6530
8	1.006244	4	0.9088	0.251538	(4, 5448.0)	0.9088
9	1.293133	4	0.8625	0.323262	(4, 5448.0)	0.8625
10	1.311957	4	0.8593	0.327969	(4, 5448.0)	0.8593
11	0.138666	4	0.9977	0.034661	(4, 5448.0)	0.9977
12	1.706347	4	0.7896	0.426575	(4, 5448.0)	0.7896
13	5.021309	4	0.2851	1.255675	(4, 5448.0)	0.2851
14	1.810467	4	0.7706	0.452609	(4, 5448.0)	0.7706

Tablo 6.13'e göre tüm değerlerin anlamlılık düzeyi 0,10 değerinden büyüktür ve modelin otokorelasyon içerdiği hipotezi reddedilmektedir. Bu kapsamda model de otokorelasyon yoktur ve model uygun bir modeldir. Modelin uygunluğu belirlendikten sonra değişkenlerin aralarındaki ilişkileri incelemek için etki-tepki modelleri ve varyans ayrıştırma modellerinden yararlanılmıştır. Bu kapsamda Dolar-PPK arasındaki etki-tepki analizi sonuçları aşağıda Grafik.3'de özetlenmiştir;

Grafik 6.2. Dolar – PPK Etki Tepki Grafikleri



4 grafikte sonuçlar özetlenmiştir. Sırasıyla sol üst grafik, dolar fiyatlarının kendine etkilerini, sağ üst grafik dolar fiyatlarının PPK kararlarına etkilerini, sol alt grafik PPK kararlarının dolar fiyatlarına etkilerini ve sol alt grafik PPK kararlarının yine kendine etkilerini göstermektedir. Teorik olarak dolar fiyatlarının PPK üzerinde etkisi olması beklenmez. Bu sebeple bu kısım analiz dışında bırakılmıştır. Yine dolar fiyatlarının kendine etkileri çalışma hipotezleri dışında olduğundan analiz dışında bırakılmıştır. Bu kapsamda PPK kararlarının dolar fiyatlarına etkilerini gösteren grafik ise ana hipotez ile ilgilidir. Grafığe göre 10 dönem için PPK kararlarındaki şokların etkileri görülmektedir. .00 noktası şokların nötrleştiği noktadır. Kırmızı kesikli çizgiler ise %95 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Bu kapsamda grafik analiz edildiğinde PPK kararlarının dolar fiyatlarına zayıf etkileri görülmektedir. Gecikmeli olarak 4. 5. Dönemde nispeten büyüyen şoklar 8. 9. Ve 10. Dönemde etkiler nötr hale gelmektedir. Son grafikte ise PPK kararlarının kendi kararları üzerindeki etkileri incelendiğinde PPK kararlarındaki şokların kendi üzerindeki etkileri 2. Dönemden sonra azalmakta ve 9. Dönemden sonra nötr hale gelmektedir. VAR analizindeki son aşama olan varyans ayrıştırma sonuçları aşağıdaki tablo.14'de verilmiştir (teorik olarak uygun olan dolar fiyatlarının varyans ayrıştırma bölümü değerlendirilmiştir);

Tablo 6.14.Varyans Ayrıştırma Tablosu

VarianceDecomposition of D01:				
Period	S.E.	D01	PPK	

1	0.864497	100.0000	0.000000
2	0.865014	99.98113	0.018871
3	0.865369	99.91351	0.086493
4	0.865804	99.89297	0.107033
5	0.866326	99.81541	0.184586
6	0.869783	99.78461	0.215392
7	0.870008	99.77255	0.227451
8	0.870322	99.74954	0.250464
9	0.871891	99.71860	0.281397
10	0.871987	99.69672	0.303277

Tablo 6.14'e göre PPK kararlarının dolar fiyatları üzerinde dönemler artıka artan fakat zayıf etkileri bulunmaktadır. 1. Dönemde dolar fiyatlarında meydana gelen değışiklikleri %100'ü yine kendi tarafından açıklanırken 10. Döneme gelindiğinde dahi %100 oranına yakın bir şekilde yine kendi tarafından açıklanmaktadır.

Son olarak Euro-PPK Var analizi için öncelikle modelin uygun gecikme uzunluğu belirlenmiştir. VAR modellerini uygulayabilmek için seçilen değışkenlerin tamamı durağan olmak zorundadır. Modelde kullanılan değışkenlerin durağan olmaması kısaca birim kök halinde gerçekleşmesi modelin tahmin sonuçlarının anlamsız olmasına neden olacaktır. Uygun gecikme uzunluğu modelin durağan olması anlamındadır. E-views 12 programı yardımıyla elde edilen uygun gecikme uzunluğu seçimi sonuçları tablo.15'te verilmiştir.

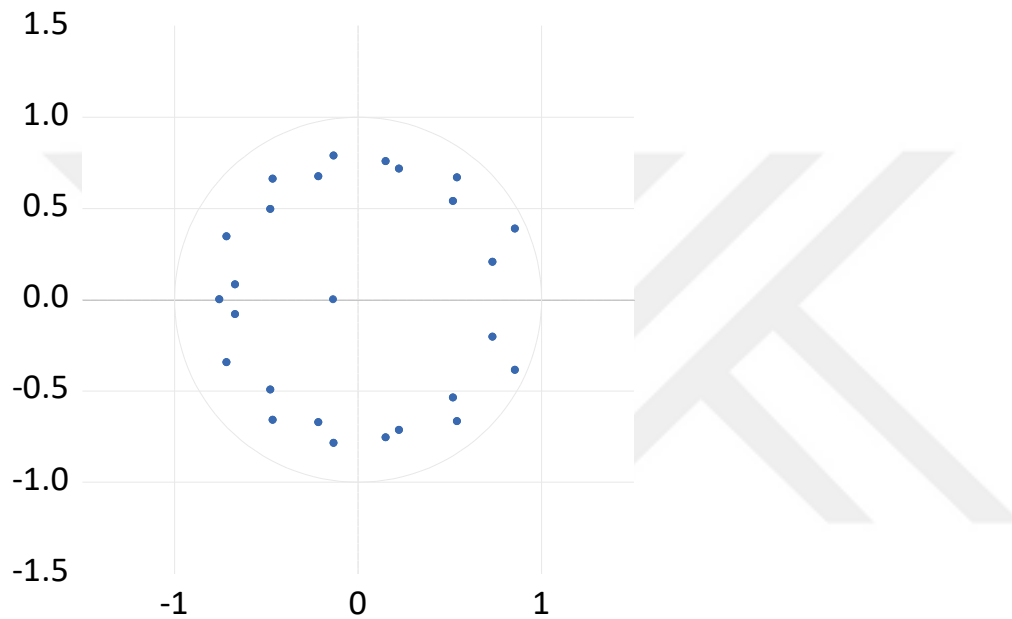
Tablo 6.8. Euro PPK VAR Modeli Uygun gecikme uzunluğu seçimi

VAR LagOrderSelectionCriteria
 Endogenousvariables: E PPK
 Exogenousvariables: C
 Date: 08/29/22 Time: 13:46
 Sample: 1/02/2006 12/31/2021
 Includedobservations: 2754

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-3441.060	NA	0.041780	2.500407	2.504707	2.501960
1	-3432.136	17.82959	0.041630	2.496831	2.509730	2.501491
2	-3423.041	18.15720	0.041477	2.493131	2.514630	2.500897
3	-3411.961	22.10396	0.041264	2.487989	2.518087	2.498862
4	-3399.182	25.47401	0.041002	2.481614	2.520312	2.495594
5	-3381.960	34.30543	0.040610	2.472012	2.519310	2.489099
6	-3364.787	34.18498	0.040223	2.462445	2.518342	2.482639
7	-3346.720	35.93781	0.039814	2.452229	2.516726	2.475530
8	-3328.050	37.10856	0.039393	2.441576	2.514672	2.467983
9	-3301.640	52.45477	0.038757	2.425302	2.506998	2.454816
10	-3266.071	70.59687	0.037878	2.402375	2.492671	2.434996
11	-3235.138	61.34831	0.037145	2.382816	2.481712*	2.418544
12	-3220.765	28.48478	0.036866	2.375284	2.482778	2.414118
13	-3211.618	18.11639*	0.036728*	2.371545*	2.487639	2.413486*

Tablo 6.15'e göre Euro-PPK VAR modeli uygun gecikme uzunluğu 13 olarak belirlenmiştir. Analiz 13 gecikme uzunluğu dikkate alınarak devam ettirilmiş ve 13 gecikme uzunluğunun geçerliliği için yine E-views 12 programı yardımıyla "Karakteristik Polinomun Kökleri" ve "LM testi" analizleri yapılmıştır. İlgili analiz sonuçları aşağıdaki şekil ve tablolarda verilmiştir;

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Şekil 6.4. Karakteristik Polinomun Kökleri Sonuçları

Grafikte izlenen karakteristik köklerin birim çember içerisinde olmasından dolayı mutlak değerce 1'den küçük oldukları için istikrar koşulunun sağlandığı görülmektedir. Bazı zamanlarda köklerin birim çember içerisinde olup olmadığı / teğet olduğu zamanlarda net sonuca ulaşabilmek için Wiew /Lag /Structure / AR Roots Table işlemi yapılır:

Tablo 6.9. Karakteristik Polinomun Kökleri Sonuçları

Roots of CharacteristicPolynomial
 Endogenousvariables: E PPK
 Exogenousvariables: C
 Lagspecification: 1 13
 Date: 08/29/22 Time: 13:47

Root	Modulus
0.856894 + 0.386855i	0.940172
0.856894 - 0.386855i	0.940172
0.542010 + 0.668042i	0.860264
0.542010 - 0.668042i	0.860264
-0.463321 - 0.661562i	0.807670

-0.463321 + 0.661562i	0.807670
-0.130734 + 0.786866i	0.797653
-0.130734 - 0.786866i	0.797653
-0.714486 - 0.345433i	0.793608
-0.714486 + 0.345433i	0.793608
0.152785 + 0.756646i	0.771917
0.152785 - 0.756646i	0.771917
0.735225 - 0.204846i	0.763228

Tablo 6.16. Karakteristik Polinomun Kökleri Sonuçları

Root	Modulus
0.735225 + 0.204846i	0.763228
-0.754600	0.754600
0.226340 - 0.715711i	0.750648
0.226340 + 0.715711i	0.750648
0.519138 - 0.538171i	0.747752
0.519138 + 0.538171i	0.747752
-0.213387 - 0.673277i	0.706283
-0.213387 + 0.673277i	0.706283
-0.476233 + 0.494802i	0.686751
-0.476233 - 0.494802i	0.686751
-0.668568 + 0.081039i	0.673461
-0.668568 - 0.081039i	0.673461
-0.133786	0.133786

Şekil.4 ve Tablo.16'ya göre tüm veriler 1 değerinden küçük çıktığı için model uygun kabul edilmektedir. Modelin tam uygunluğuna karar verebilmek için modelin serisel otokorelasyon sorunu içerip içermediği Lagrange Çarpanlar (Autocorrelation LM) testi ile test edilmiş ve sonuçlar aşağıda tablo.17'de gösterilmiştir;

Tablo 6.17. LM Testi Sonuçları

VAR ResidualSerialCorrelation LM Tests
Date: 08/29/22 Time: 13:47
Sample: 1/02/2006 12/31/2021
Included observations: 2754

Nullhypot
hesis: No
serialcorrelation at
lag h

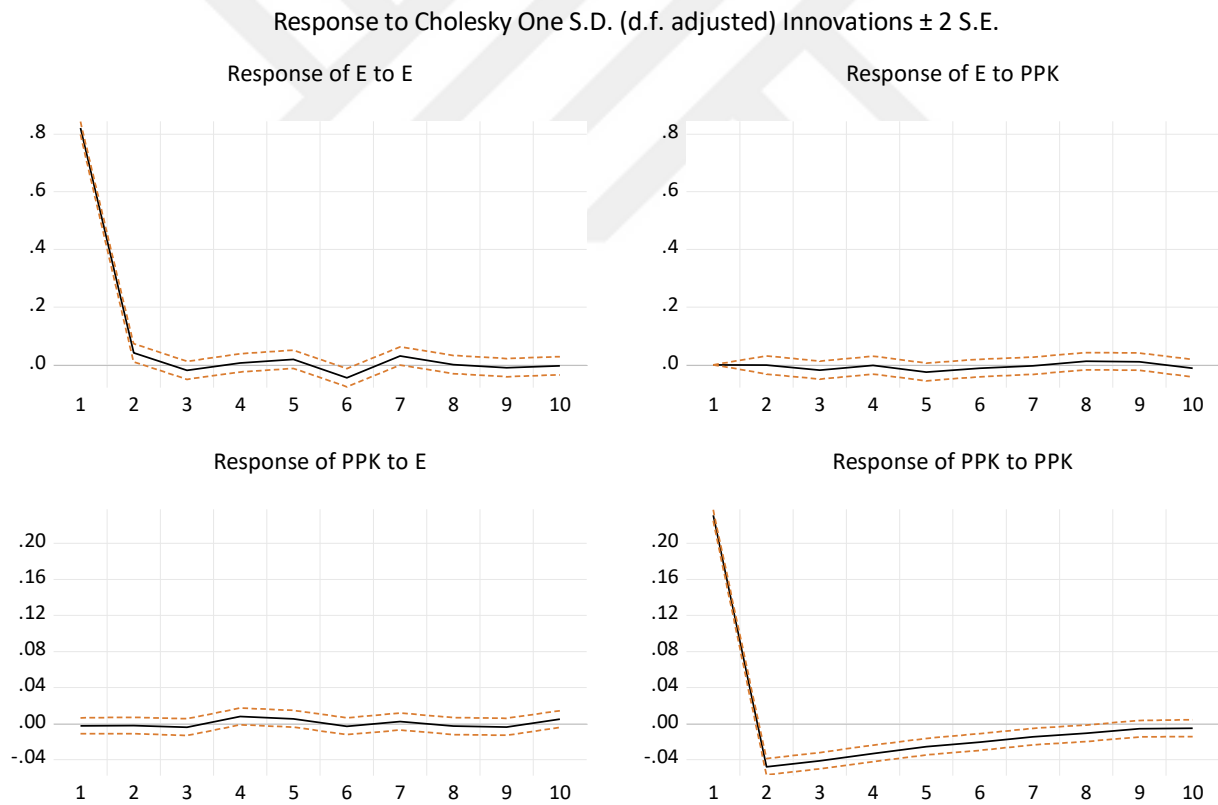
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	4.221826	4	0.3768	1.055672	(4, 5448.0)	0.3768
2	3.934057	4	0.4150	0.983689	(4, 5448.0)	0.4150
3	3.255828	4	0.5160	0.814051	(4, 5448.0)	0.5160
4	3.938995	4	0.4143	0.984924	(4, 5448.0)	0.4143
5	2.875848	4	0.5788	0.719020	(4, 5448.0)	0.5788
6	4.345535	4	0.3613	1.086618	(4, 5448.0)	0.3613
7	2.357608	4	0.6703	0.589421	(4, 5448.0)	0.6703
8	0.201435	4	0.9953	0.050350	(4, 5448.0)	0.9953
9	3.367114	4	0.4984	0.841884	(4, 5448.0)	0.4984

10	0.732680	4	0.9472	0.183149	(4, 5448.0)	0.9472
11	2.834121	4	0.5860	0.708584	(4, 5448.0)	0.5860
12	2.043444	4	0.7278	0.510863	(4, 5448.0)	0.7278
13	1.054464	4	0.9014	0.263593	(4, 5448.0)	0.9014
14	2.015779	4	0.7329	0.503945	(4, 5448.0)	0.7329

Tablo 6. 17'ye göre tüm değerlerin anlamlılık düzeyi 0,10 değerinden büyüktür ve modelin otokorelasyon içerdiği hipotezi reddedilmektedir. Bu kapsamda model de otokorelasyon yoktur ve model uygun bir modeldir.

Modelin uygunluğu belirlendikten sonra değişkenlerin aralarındaki ilişkileri incelemek için etki-tepki modelleri ve varyans ayrıştırma modellerinden yararlanılmıştır. Bu kapsamda Euro-PPK arasındaki etki-tepki analizi sonuçları aşağıda Grafik.4'de özetlenmiştir;

Grafik 6.4. Euro-PPK Etki Tepki Grafikleri



4 grafikte sonuçlar özetlenmiştir. Sırasıyla sol üst grafik, Euro fiyatlarının kendine etkilerini, sağ üst grafik Euro fiyatlarının PPK kararlarına etkilerini, sol alt grafik PPK kararlarının Euro fiyatlarına etkilerini ve sol alt grafik PPK kararlarının yine kendine etkilerini göstermektedir. Teorik olarak Euro fiyatlarının PPK üzerinde etkisi olması beklenmez. Bu

sebeple bu kısım analiz dışında bırakılmıştır. Yine Euro fiyatlarının kendine etkileri çalışma hipotezleri dışında olduğundan analiz dışında bırakılmıştır. Bu kapsamda PPK kararlarının Euro fiyatlarına etkilerini gösteren grafik ise ana hipotez ile ilgilidir. Grafığe göre 10 dönem için PPK kararlarındaki şokların etkileri görülmektedir. .00 noktası şokların nötrleştiği noktadır. Kırmızı kesikli çizgiler ise %95 anlamlılık düzeyini göstermektedir. Bu kapsamda grafik analiz edildiğinde PPK kararlarının Euro fiyatlarına zayıf etkileri görülmektedir. Gecikmeli olarak 4. 5. Dönemde nispeten büyüyen şoklar 8. 9. Ve 10. Dönemde etkiler nötr hale gelmektedir. Son grafikte ise PPK kararlarının kendi kararları üzerindeki etkileri incelendiğinde PPK kararlarındaki şokların kendi üzerindeki etkileri 2. Dönemden sonra azalmakta ve 9. Dönemden sonra nötr hale gelmektedir.

VAR analizindeki son aşama olan varyans ayrıştırma sonuçları aşağıdaki tablo.18'de verilmiştir (teorik olarak uygun olan Euro fiyatlarının varyans ayrıştırma bölümü değerlendirilmiştir);

Tablo 6.18. Varyans Ayrıştırma Sonuçları

Period	S.E.	E	PPK
1	0.821164	100.0000	0.000000
2	0.822201	99.99992	7.84E-05
3	0.822642	99.94938	0.050622
4	0.822668	99.94911	0.050895
5	0.823270	99.85526	0.144742
6	0.824559	99.83599	0.164014
7	0.825137	99.83445	0.165553
8	0.825231	99.81194	0.188063
9	0.825361	99.79526	0.204740
10	0.825457	99.77399	0.226006

Tablo.18'e göre PPK kararlarının Euro fiyatları üzerinde dönemler artıkça artan fakat zayıf etkileri bulunmaktadır. 1. Dönemde Euro fiyatlarında meydana gelen değişiklikleri %100'ü yine kendi tarafından açıklanırken 10. Döneme gelindiğinde dahi %100 oranına yakın bir şekilde yine kendi tarafından açıklanmaktadır.

7. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Çalışmanın ana amacı TCMB para politikası kararlarının popüler finansal yatırım araçları üzerindeki etkilerini incelemektir. Söz konusu etkiler özellikle PPK'nun beklenmedik/şok kararlarının açıklanması sonunda kısa süreli etkiler ve PPK'nın beklendik kararlarının kısa süreli etkileridir. Söz konusu etkilerin varlığı ya da yokluğu PPK kararlarının etkileri hakkında bilgi vermektedir. Bu amaçla yapılan ampirik analizler sonunda PPK kararlarının BIST-100, altın, dolar ve euro ile ilişkileri belirlenmiş ve şu sonuçlara ulaşılmıştır;

- BIST 100 – PPK ilişkisi sonuçlarına göre PPK kararlarının BIST-100 endeksi üzerinde zayıf etkileri gözlemlenmiştir. Bu zayıf etkiler dönemler uzadıkça kaybolmaktadırlar. Bu durumda PPK kararlarının BIST-100 üstünde çok kısa süreli ve çok zayıf etkileri olduğu sonucu çıkarılabilir.
- Altın – PPK ilişkisi sonuçlarına göre PPK kararlarının altın değişimleri üzerinde neredeyse hiç etkisi tespit edilmemiştir. Bu durumda altın yatırımcılarının PPK kararlarını dikkate almadıkları sonucu çıkarılabilir.
- Dolar – PPK ilişkisi sonuçlarına göre PPK kararları dolar üzerinde çok kısa dönemde etkili olurken daha sonra etkisi ortadan kaybolmaktadır. Bu durumda PPK kararlarının dolar üzerinde ani şoklara neden olduğu fakat belli bir süre sonunda piyasaların kolaylıkla bu kararı içselleştirdiği anlaşılmaktadır. Daha uzun zamanda ise PPK kararlarının dolar üzerindeki etkisi tamamen kaybolmaktadır.
- Euro – PPK ilişkisi sonuçlarına göre PPK kararları, tıpkı dolar ile olan ilişkilerdeki gibi, euro üzerinde çok kısa dönemde etkili olurken daha sonra etkisi ortadan kaybolmaktadır. Bu durumda PPK kararlarının dolar üzerinde ani şoklara neden olduğu fakat belli bir süre sonunda piyasaların kolaylıkla bu kararı içselleştirdiği anlaşılmaktadır. Daha uzun zamanda ise PPK kararlarının euro üzerindeki etkisi tamamen kaybolmaktadır. Bu aşamada beklenen bir sonuç olarak dolar ve euronun yüksek korelasyonlu olduğu sonucuna varabilir.

Bir başka kayda değer sonuçta PPK'nın kendi kararları üzerinde de bir süre sonra etkisiz olduğudur. Bu durumda PPK kararlarının önceki kararlarından bağımsız olabileceği ya da kararları alınmasına neden olan/geliştirilen politikaların çokça değişmiş olabileceği anlamına gelmektedir.

Analizin bir başka aşamasında BIST, dolar, euro ve altın getiri oranı serileri için kırılma tarihleri belirlenmiştir. Belirlenen kırılma tarihleri ile PPK kararları arasında anlamlı ilişkiler olup olmadığı araştırılmak amaçlanmıştır.

Bir ülkede enflasyon beklentisi üzerinde, o ülkenin politika araçlarına ve politikanın inandırıcılığı konusunda etkisi vardır. Yapılan analiz sonucunda belirlenen dönem içerisinde enflasyon veya enflasyon beklentisinin PPK kararlarına veya para politikası aracı olarak merkez bankasının kısa vadeli faiz olarak adlandırılan politika faizine duyarlılığının kalmadığı görülmektedir.

Genel olarak PPK kararlarının finansal kanallarda etkilerinin olmadığı sonucu bazı yönlerden incelenmeye muhtaçtır. Özellikle 2017 sonrası dövizde meydana gelen şoklar, Covid19 pandemisi dönemi değişen para politikası yapısı ve beraberinde gelen yeni döviz şokları ile yüksek enflasyonist sürecin etkili olduğu değerlendirilmelidir. Bu çalışma bu belirtilen özelliği dikkate almamış ve TCMB'nin açık enflasyon hedeflemesine geçtiği dönem ile 2022 yılları arasını tek bir parça olarak değerlendirmiştir. Bu haliyle TCMB'nin uyguladığı politika sonucunda, ana para politikası aracı olarak belirlediği, politika faizi kararlarını açıkladığı PPK toplantıları sonunda, yatırımcılar üzerinde uzun dönemli beklentileri yönetemediği sonucuna varılabilir. Özellikle 2020-2022 arası oluşan enflasyonist süreç bu sonucu doğrular niteliktedir.

KAYNAKLAR

- Acharya, V. V. (2018), On the importance of independent regulatory institutions. *The Case of the Central Bank Current Statistics*, 67, 21.
- Agénor, P. R. (2002). *Monetary Policy Under Flexible Exchange Rates: An Introduction To Inflation Targeting*. World Bank Publications.
- Akyazı, H. (2008). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) önemsenmeyen bağımsızlığı. *Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi*, 22 (2), 81-99.
- Altıntaş, H. ve Öz B. (2008). Gelişmekte olan ülkelerde stand-by anlaşmaları ve ekonomik belirleyicilere yönelik bir logit yöntem uygulaması. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 45(515), 73-90.
- Ajayi, S.I. (1999). Evolution and functions of centralbanks. *Economic and Financial Review*. 37(4), 11-27.
- Alvaro, A. ve Goodhart C.A.E. (1998). *Does the Adoption of Inflation Targets Affect Central Bank Behaviour?*. Monetary Policy and Inflation in Spain: EdBy Jose Luis Malo de Molina, Kose Vinals and Fernando Gutierrez, England: Mc Millan Press Ltd.,56
- Alparslan, M. ve Erdönmez, P. A. (2000). *Enflasyon Hedeflemesi*. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği.
- Altuğ, N. (2001), *İstikrar Politikaları ve Ülke Örnekleri*, (İkinci Baskı). İstanbul: Türkmen Kitabevi
- Arslan, Ö. (2003). Avrupa Birliği'ni oluşturan ülkelerde merkez bankası bağımsızlığı, enflasyon ve diğer makro ekonomik büyüklükler arasındaki ilişkiler:1980-2001 dönemi, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, *TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü*, Ankara.
- Barışık, S. (2004). Merkez bankası bağımsızlığı, makroekonomik etkileri ve 2001 tarihli TCMB kanununun yansımaları, *SBF Dergisi*,59(3), 1-20.
- Barvell, K., Nessén, M., ve Wendschlag, M. (2019). The Riksbank's organisation and operations—a look back through history. *Sveriges Riksbank Economic Review*, 1.
- Başçı, E. (2009). Fiyat istikrarı Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2. KPMG Türkiye Finansal Risk Yönetimi Konferansı. URL: https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/8bba9920-56d9-4b6f-8dd7-74b2b4e89954/ErdemBasci_KPMG.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=8bba9920-56d9-4b6f-8dd7-74b2b4e89954. Son Erişim Tarihi: 23.09.2021
- Başkaya, S., Kara, H., ve Mutluer, D. (2008). Expectations, communication and monetary policy in Turkey. TCMB Çalışma Tebliği, (08/01). URL: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/a54faa5c-d58b-456b-a9f2-08542d4adb66/WP0801ENG.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-a54faa5c-d58b-456b-a9f2-08542d4adb66-m3fw5Pb>. Son Erişim Tarihi: 20.09.2021

Bayraktar, K., & Uşak, İ. İ. B. F. Osmanlı Bankasının Kuruluşu.

BDDK (Bankacılık Denetleme ve Değerlendirme Kurulu) (2001). Türk Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu. 15 Mayıs 2001. URL: http://www.hakanguclu.com/calismalar/Bankacilik_Sektoru_Yeniden_Yapilandirma_Programi.pdf. Son Erişim Tarihi: 17.09.2021

Berg, A. ve Borensztein, E. (2000). The choice of exchange rate regime and monetary target in highly dollarized economies. *Journal of Applied Economics* 3(2), 285-324

Bernanke, B. S. ve Mishkin, F. S. (1997). Inflation Targeting: A new framework for monetary policy? *Journal of Economic Perspectives*, 11(2), 97-116.

Bernanke B. S., Laubach, T., Mishkin F.S. ve Posen, A. (1999). *Inflation Targeting: Lessons from International Experience*, Princeton: Princeton University Press,

Bernanke, B. S. (2002). *Deflation: Making Sure 'It' Doesn't Happen Here*. Washington DC: National Economists Club.

Bernanke, B.S. (2004). Central bank talk and monetary policy. *BIS Review*, 57, 1-7.

Bernanke, B. S. (2010, May). Central bank independence, transparency, and accountability. In Speech at the Institute for Monetary and Economic Studies *International Conference, Bank of Japan*, 25. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100525a.htm>. Son Erişim Tarihi: 17.09.2021

Blanchard, O. (2003). Comment on 'Inflation Targeting in Transition Economies: Experience and Prospects' by Jiri Jonas and Frederic Mishkin. NBER Conference on Inflation Targeting, Florida. URL: <https://economics.mit.edu/files/733>. Son Erişim Tarihi: 17.09.2021

Blinder, A. S., Ehrmann, M., Fratzscher, M., De Haan, J., ve Jansen, D. J. (2008). Central bank communication and monetary policy: A survey of theory and evidence. *Journal of Economic Literature*, 46(4), 910-45.

Bird, G. (2009). Reforming IMF conditionality. *World Economics*, 10(3), 81-104.

Bordo, M. (2007). A brief history of central banks. *Economic Commentary*, (December 2007). URL: <https://www.clevelandfed.org/en/newsroom-and-events/publications/economic-commentary/economic-commentary-archives/2007-economic-commentaries/ec-20071201-a-brief-history-of-central-banks.aspx>. Son Erişim Tarihi: 17.09.2021.

Bordo, M. D., Humpage, O. F., ve Schwartz, A. J. (2015). *Strained Relations*. Chicago:

University of Chicago Press.

- Broz, L. (2015). *The Federal Reserve as global lender of last resort, 2007-2010. SRC Discussion Paper (No 30) Systemic Risk Centre*. London: The London School of Economics and Political Science.
- Brunner, K. (1981). The art of central banking. center for research in government policy and business working paper, graduate school of management, *University of Rochester*, 81(6).
- Capie, F. (1995). *The Evolution of General Banking*. World Bank Publications.
- Carpenter, S.B. (2004). Transparency and Monetary Policy: What Does the Academic Literature Tell Policymakers?. The Board of Governors of the Federal Reserve System. URL: <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2004/200435/200435pap.pdf>. Son Erişim Tarihi: 25.10.2021.
- Celasun, M. (2002). 2001 Krizi, öncesi ve sonrası: Makroekonomik ve mali bir değerlendirme. *Küreselleşme, Emek Süreçleri ve Yapısal Uyum*, 27-102.
- Cengiz, V. (2019), Merkez bankalarının iletişimi ve para politikası: Avrupa Merkez Bankası örneği. *Balkan Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(15), 53-59.
- Cukierman, A. (1994) *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence*. Cambridge: The MIT Press.
- Cukierman, A. (1999). Targeting Monetary Aggregates and Inflation in Europe, Economic Research Discussion Paper, No: 39. URL: <https://pure.uvt.nl/ws/portalfiles/portal/523951/32.pdf>. Son Erişim Tarihi: 01.12.2021.
- Coibion, O., Gorodnichenko, Y., ve Weber, M. (2019). Monetary policy communications and their effects on household inflation expectations (No. w25482). National Bureau of Economic Research. URL: <https://www.nber.org/papers/w25482>. Son Erişim Tarihi: 01.12.2021.
- Çolak, Ö.F. (2001). Finansal kriz ve bankacılık sektöründe yeniden yapılandırma programı üzerine bir eleştiri. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 3(2).
- Çolakoğlu, B. (2003). T. C. Merkez Bankası para politikasının güvenilirliği. *Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 475.
- DeBelle, G. (1997). Inflation Targeting in Practice, IMF Working Paper, WP/97/35. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9735.pdf>. Son Erişim Tarihi: 01.12.2021.
- De Haan, J., Eijffinger, S. C., ve Rybiński, K. (2007). Central bank transparency and central bank communication: Editorial introduction. *European Journal of Political Economy* 23(1):1-8.
- Dincer, N. N. ve Eichengreen, B. (2013). Central Bank Transparency and Independence:

- Updates. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2579544. Son Erişim Tarihi: 01.12.2021.
- Domaç, İ. (2003). Explaining and Forecasting Inflation in Turkey. Working Papers 0306 Research and Monetary Policy Department, Central Bank of the Republic of Turkey. URL: <https://ideas.repec.org/p/tcb/wpaper/0306.html>. Son Erişim Tarihi: 01.12.2021.
- Draghi, M. (2015). Introductory statement to the press conference (with Q&A). URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150415.en.html>. Son Erişim Tarihi: 01.12.2021.
- Durmuş, M. (2016), Merkez bankası bağımsızlığı, para ve faiz: Kapitalizmde finansın ekonomi politigi. *Artvin Çoruh Üniversitesi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi* (3), 22-61.
- ECB (European Central Bank). 2011. The European Central Bank The Eurosystem The European System of Central Banks [online], ECB. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/escb_en.pdf. Son Erişim Tarihi: 01.12.2021.
- ECB (European Central Bank). (2014). Decisions taken by the Governing Council of the ECB (in addition to decisions setting interest rates). URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/otherdec/2014/html/gc141017.en.html>. Son Erişim Tarihi: 01.12.2021.
- Eğilmez, M. (2013). İmkânsız Üçleme ya da Üçlü Açmaz. Kendime Yazılar. URL: <https://www.mahfieregilmez.com/2013/03/imkansz-ucleme-ya-da-uclyu-acmaz.html> Son Erişim Tarihi: 01.12.2021.
- Ehrmann, M., veFratzscher, M. (2005). How shouldcentralbankscommunicate?. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp557.pdf>. Son Erişim Tarihi: 01.12.2021.
- Ehrmann, M., veFratzscher, M. (2007). The timing of central bank communication. *European Journal of Political Economy*, 23(1), 124-145.
- Engin, B. (2011). Bir para politikası aracı olarak enflasyon hedeflemesi. *Sosyal Bilimler Dergisi*, (2), 45-53.
- Eroğlu, N. (2004), *Türkiye’de Parasal Kesim ve Merkez Bankası İşlemlerininAnalizi*.İstanbul: Der Yayınları.
- Eroğlu, İ. (2009).Enflasyon hedeflemesi rejimi ve Türkiye’deki uygulamanın performans analizi, Yayınlanmamış Doktora Tezi,*Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, İstanbul.
- Eroğlu, N., ve Eroğlu, İ. (2009). Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın kredibilite ve hesap verebilirlik sorunu. *Maliye Ve Finans Yazıları*, 1(85), 79-109.
- Ethemoğlu, M. B. (2005). Teoride ve uygulamada enflasyon hedeflemesi ve Türkiye için

çıkarımlar Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, *Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, Antalya.

FED (Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası). (2019a), Purposes ve Functions URL: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/pf.htm>. Son Erişim Tarihi: 01.12.2021.

FED (Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası). (2019b), Conducting Monetary Policy, URL: https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_3.pdf. Son Erişim Tarihi: 01.12.2021.

Fraga, A. ve Goldfajn, I. (2003). Inflation Targeting in Emerging Market Economies. NBER Working Paper, No:10019. URL: <https://www.nber.org/system/files/chapters/c11446/c11446.pdf>. Son Erişim Tarihi: 01.12.2021.

Freedman C. ve Ötker-Robe, I. (2010). Important Elements for Inflation Targeting for Emerging Economies, IMF Working Paper, WP/10/113. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Important-Elements-for-Inflation-Targeting-for-Emerging-Economies-23817>. Son Erişim Tarihi: 01.12.2021.

Geraats, P. M. (2010). Talking Numbers: Central Bank Communications on Monetary policy and Financial stability. In 5th ECB Statistics Conference (pp. 19-20). URL: <https://www.econ.cam.ac.uk/people-files/faculty/pmg32/research/statcom.pdf>. Son Erişim Tarihi: 01.12.2021.

Goodhart, C., Gabor, D., Vestergaard, J., ve Ertürk, I. (2014). *Central Banking At a Crossroads*. Europe and Beyond: Anthem Press.

Heenan, G. Peter, M. ve Roger, R. (2006). Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communications, IMF Working Paper, WP/06/27. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=954054. Son Erişim Tarihi: 01.12.2021.

Holland, A. S. (1985). Rational expectations and the effects of monetary policy: a guide for the uninitiated. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, (May 1985). URL: https://www.researchgate.net/profile/A-Holland/publication/5046821_Rational_Expectations_and_the_Effects_of_Monetary_Policy_A_Guide_for_the_Uninitiated/links/564b9f5b08aeab8ed5e77524/Rational-Expectations-and-the-Effects-of-Monetary-Policy-A-Guide-for-the-Uninitiated.pdf. Son Erişim Tarihi: 01.12.2021.

Issing, O. (2005). Communication, transparency, accountability: monetary policy in the twenty-first century. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 87(2, Part 1), 65-83.

Johnson, R. T. (1999). Historical beginnings..the Federal Reserve System. Monograph, Federal Reserve Bank of Boston, number 1999htfr. URL: <https://ideas.repec.org/b/fip/fedbmo/1999htfr.html>. Son Erişim Tarihi: 11.11.2021.

- Kahneman, D. (2003). Maps of bounded rationality: Psychology for behavioral economics. *American Economic Review*, 93(5), 1449-75.
- Kansu, A. (2007). Para politikasında şeffaflık ve enflasyonist beklentilerin yönlendirilmesi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 8(1), 59-71.
- Kara, A. H. ve Orak, M. (2008). Enflasyon Hedeflemesi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü. URL: https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/6d56677c-1a8e-4a26-a4be-e4935b9a8533/kara_orak.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-6d56677c-1a8e-4a26-a4be-e4935b9a8533-m3fBal-. Son Erişim Tarihi: 11.11.2021.
- Karadağ, M. (2007). Modern merkez bankacılığına iki örnek: FED ve Avrupa Merkez Bankası, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, *Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, İstanbul.
- Keyder, N. (2002). *Para, Teori-Politika-Uygulama*. Ankara: Seçkin Yayıncılık ve Dağıtım
- Kindleberger, C. (1993). *A Financial History of Western Europe*. New York: Oxford University Press.
- Kılıç, M. (2002). T.C. Merkez Bankası Bağımsızlığı ve Enflasyon. *BBP Sanal Bülten*, İstanbul.
- Leiderman, L. ve Lars E.O.S. (1995). *Inflation Targets*. London: Centre for Economic Policy Research.
- Levin, A. T., Natalucci, F. M. ve Piger, J. M. (2004). The macroeconomic effects of inflation targeting. *Review-Federal Reserve Bank of Saint Louis*, 86(4), 51-8.
- Lewis, D. J., Makridis, C., ve Mertens, K. (2019) Lewis, D. J., Makridis, C., & Mertens, K. (2019). Do Monetary Policy Announcements Shift Household Expectations?. FRB of New York Staff Report, (897). URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3449467
https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr897.pdf
Son Erişim Tarihi: 11.11.2021.
- Lloyd, Michele. (1992) The New Zealand Approach to Central Bank Autonomy. *Reserve Bank Of New Zealand Bulletin* 55, no. 3: 203-20. URL: <https://ideas.repec.org/a/nzb/nzbbul/september19921.html>. Son Erişim Tarihi: 11.11.2021.
- Lunsford, K. G. (2020). Policy language and information effects in the early days of Federal Reserve forward guidance. *American Economic Review*, 110(9), 2899-2934.
- Malatyalı N. K. (1998). Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği. *DPT Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Çalışma Raporları*, 01.

Masson, Paul R. vd. (1997). The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries. IMF Working Paper, WP/97/130, October 1997: 1-45. URL: https://books.google.com.tr/books?hl=tr&lr=&id=4FoYEAAAQBAJ&oi=fnd&pg=PA3&dq=he+Scope+for+Inflation+Targeting+in+Developing+Countries.+IMF+Working+Paper&ots=6D2-1Ke0hW&sig=tAEN7DT8Ps-U8i1llKWZFnrbVTA&redir_esc=y#v=onepage&q=he%20Scope%20for%20Inflation%20Targeting%20in%20Developing%20Countries.%20IMF%20Working%20Paper&f=false. Son Erişim Tarihi: 11.11.2021.

Meulendyke, A-M. (1998). U.S. Monetary Policy and Financial Markets. New York: Federal Reserve Bank of New York

Mishkin, F.S. 1994. *Economics Of Money, Banking and Financial Markets*. (Dördüncü Baskı). New York: HarperCollins.

Mishkin, F.S. ve Posen, A. (1998). Inflation targeting: Lessons from four countries. *The Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 3(3).

Mishkin, F. S. (1999). International experiences with different monetary policy regimes. Any views expressed in this paper are those of the author only and not those of Columbia University or the National Bureau of Economic Research. *Journal of monetary economics*, 43(3), 579-605.

Mishkin, F. S. (2000a). Inflation Targeting in Emerging Market Countries. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, 76(18), 1-12.

Mishkin, F. S. (2000b) What Should Central Banks Do?. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, November/December. URL: https://books.google.com.tr/books?hl=tr&lr=&id=XZTH1rghL94C&oi=fnd&pg=PA37&dq=What+Should+Central+Banks+Do%3F&ots=PP3-UvBp_W&sig=YnFLwPGR0X7WQrwTglgtDuqOae8&redir_esc=y#v=onepage&q=What%20Should%20Central%20Banks%20Do%3F&f=false. Son Erişim Tarihi: 11.11.2021.

Mishkin, F. S. (2000c). Inflation targeting in emerging-market countries. *The American Economic Review*, 90 (2), 105-109.

Mishkin, F.S. (2001). The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy. URL: <https://www.nber.org/papers/w8617>. Son Erişim Tarihi: 11.11.2021.

Mishkin, F. S. ve Savastano, M. A. (2001). Monetary policy strategies for Latin America. *Journal of Development Economics*, 66(2), 415-444.

Mishkin, F.S (2004a). Can Central Bank Transparency Go Too Far? NBER Working Paper, 10829. URL: <https://www.nber.org/papers/w10829>. Son Erişim Tarihi: 1.11.2021.

Mishkin, F.S. (2004b). Can Inflation Targeting Work In Emerging Market Countries??. NBER Working Paper, No.10646. URL: <https://www.nber.org/papers/w10646>. Son Erişim Tarihi: 1.11.2021.

- Neumann, M. J. ve Von Hagen, J. (2002). Does inflation targeting matter?. *ZEI Working Paper*. 84(4), 1-44. URL: <https://www.econstor.eu/handle/10419/39465>. Son Erişim Tarihi: 20.11.2021.
- Naghdaliyev, N. S. (2011). Central Banks' Communication in the Post-Crisis Period. The Harriman Institute, Columbia University. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2151086. Son Erişim Tarihi: 20.11.2021.
- Oktar, S. (1996). *Merkez Bankasının Bağımsızlığı*. (Birinci Basım). İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi
- Oktar, S. (1998a). *Enflasyon Hedeflemesi*. (Birinci Basım). İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi
- Oktar, S. (1998b). Para politikasının güvenilirliği ve güvenilirliğin sağlanmasında enflasyon hedeflemesi yaklaşımı. *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 35(2).
- Ongun, M. T. (2001). İstikrar arayışından krize: Bir değerlendirme. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 3(2), 1-14.
- Orhan, O. Z. ve Erdoğan, S. (2007). *Para Politikası*. (Dördüncü Baskı). Ankara: Yazıt Yayın Dağıtım.
- Orlowski, L. T. (2000). A Dynamic Approach to Inflation Targeting in Transition Economies. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=248130. Son Erişim Tarihi: 20.11.2021.
- Oyan, O. (1997). Devletin küçültülmesi yaklaşımı, bütçe ve vergi 1996'dan 1997'ye değişimin dinamikleri. *Türk-İş Araştırma Merkezi Türk-İş 1997 Yıllığı*, 1, 60-84
- Önder, T. (2005). Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
- Öniş, Z. (2003). Domestic politics versus global dynamics: Towards a political economy of the 2000 and 2001 financial crises in Turkey. *Turkish Studies*, 4(2), 1-30.
- Öz, N. (2020). Türkiye'de Merkez Bankasının bağımsızlığı ile fiyat istikrarının sağlanması arasındaki ilişki. Yayımlanmamış Doktora Tezi. *İstanbul Rumeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, İstanbul.
- Özcan, H. (2009). Finansal küreselleşmenin TCMB ve para politikası uygulamalarına etkileri. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. *Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, İstanbul
- Parasız, İ. ve Ekren, N. (2015). *Parasal Ekonomi Teori ve Politika*. İstanbul: Ekin Basın Yayın Dağıtım.
- Pollard, P. (2003). A look inside two Central Banks: The European Central Bank and the

- Federal Reserve. Review. Federal Reserve Bank of St. Louis, issue Jan, 11:11-30. URL: <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/03/01/Pollard.pdf>. Son Erişim Tarihi: 22.11.2021.
- Patrick, S. C. (2017). Reform of the Federal Reserve System in the Early 1930s: The Politics of Money and Banking. Routledge. URL: [https://books.google.com.tr/books?hl=tr&lr=&id=lxIwDwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PT11&dq=Patrick,+S.+C.+\(2017\).+Reform+of+the+Federal+Reserve+System+in+the+Early+1930s:+The+Politics+of+Money+and+Banking.+Routledge&ots=qTO1AbVU5n&sig=MBGUVVEatoEp60_-fTWg8QX10HQ&redir_esc=y#v=onepage&q=Patrick%2C%20S.%20C.%20\(2017\).%20Reform%20of%20the%20Federal%20Reserve%20System%20in%20the%20Early%201930s%203A%20The%20Politics%20of%20Money%20and%20Banking.%20Routledge&f=false](https://books.google.com.tr/books?hl=tr&lr=&id=lxIwDwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PT11&dq=Patrick,+S.+C.+(2017).+Reform+of+the+Federal+Reserve+System+in+the+Early+1930s:+The+Politics+of+Money+and+Banking.+Routledge&ots=qTO1AbVU5n&sig=MBGUVVEatoEp60_-fTWg8QX10HQ&redir_esc=y#v=onepage&q=Patrick%2C%20S.%20C.%20(2017).%20Reform%20of%20the%20Federal%20Reserve%20System%20in%20the%20Early%201930s%203A%20The%20Politics%20of%20Money%20and%20Banking.%20Routledge&f=false). Son Erişim Tarihi: 22.11.2021.
- Reagan, M. D. (1961). The political structure of the Federal Reserve System. *American Political Science Review*. 55(1), 64-76.
- Roger, S. and Stone, M. (2005). On Target? The International Experience With Achieving Inflation Targets, IMF Working Paper, WP/05/163. URL: https://books.google.com.tr/books?hl=tr&lr=&id=zmEYEAQAQBAJ&oi=fnd&pg=PA4&dq=On+Target%3F+The+International+Experience+With+Achieving+Inflation+Targets&ots=ArEfc3g8gl&sig=8nU5RzvoT5x1ZI9ZvQ2-VILVtfQ&redir_esc=y#v=onepage&q=On%20Target%3F%20The%20International%20Experience%20With%20Achieving%20Inflation%20Targets&f=false. Son Erişim Tarihi: 22.11.2021.
- Scheller, H. K. (2004). The European Central Bank (p. 125). European Central Bank. URL: <https://macrotradingedge.com/wp-content/uploads/ECB-History-Role-and-Functions.pdf>. Son Erişim Tarihi: 22.11.2021.
- Serdengeçti, S. (2005). Merkez Bankası Bağımsızlığı. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2005/sunumsubat2005.php>. Son Erişim Tarihi: 22.11.2021.
- Somçağ, S. (2007). *Türkiye'nin Ekonomik Krizi*. İstanbul: 2006 Yayınevi.
- Sönmez, S. (1986). *Piyasa Ekonomisi ve Devlet Müdahalesi İşbitiren Ekonomi: Liberalizm, Devlet Müdahalesi ve 24 Ocak*, İstanbul: Bilim ve Sanat Yayınları, 62-110
- Schaechter, A. ve Zelmer, M. (2000). Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries". IMF Occasional Paper, No. 202. URL: <https://www.elibrary.imf.org/view/books/084/00156-9781557759917-en/00156-9781557759917-en-book.xml>. Son Erişim Tarihi: 22.11.2021.
- Svensson, L. E. O. (2007). Inflation Targeting. The New Plagrave Dictionary of Economics, 2. baskı. URL: <https://link.springer.com/content/pdf/bfm%3A978-1-349-58802-2%2F1.pdf>. Son Erişim Tarihi: 22.11.2021.
- Shizume, M. (2018). A History of the Bank of Japan, 1882–2016. Sveriges Riksbank and the History of Central Banking, 328. URL:

https://books.google.com.tr/books?hl=tr&lr=&id=bDBVDwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PA328&dq=A+History+of+the+Bank+of+Japan,+1882%E2%80%932016.+Sveriges+Riksbank+and+the+History+of+Central+Banking,+328&ots=SMk5qR70YH&sig=JSE1Q1LLaeSsfFa_ms_VbUfQcKs&redir_esc=y#v=onepage&q=A%20History%20of%20the%20Bank%20of%20Japan%2C%201882%E2%80%932016.%20Sveriges%20Riksbank%20and%20the%20History%20of%20Central%20Banking%2C%20328&f=false. Son Erişim Tarihi: 22.11.2021.

ŞANLI, B. (2006). “Enflasyon Hedeflemesi Uygulamaları Ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi”, Sosyal Bilimler Dergisi, Sayı:16, http://www.manas.kg/pdf/sbdpdf16/Makaleler/03_Sanli.pdf, 24.02.2012.

Taşar, M. O. (2010). Türkiye’ningüçlü ekonomiye geçiş programı ve makro ekonomik etkilerinin analizi. *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 3(1), 76-97.

Taylor, J. B. (1993, December). Discretion versus policy rules in practice. *In Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, (39), 195-214.

TCMB (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası). (2001). Enflasyon Hedeflemesi, Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği, No:9801. URL: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari+ve+Enflasyon/Enflasyonun+Hedefleri>. Son Erişim Tarihi: 22.11.2021.

TCMB (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası). (2012). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve Bağımsızlık. URL: www.tcmb.gov.tr. Son Erişim Tarihi: 22.11.2021.

TCMB (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası). (2019). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Tarihçesi ve Görevleri. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası. URL: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/e6ccf55f-b2ac-4153-8d5a-c7ba61afa053/TCMB+TK+BASKI+WEB.pdf?MOD=AJPERES>. Son Erişim Tarihi: 01.12.2021.

Tokgöz, E. (1995). Merkez bankalarının bağımsızlığı. *Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, (113), 1-20.

Turna, F. (2014). Geçmişten günümüze merkez bankaları ve modern merkez bankacılığının bir örneği: Avrupa Merkez Bankası. *Journal Of Life Economics*, 1(1), 41-56.

Usta, B. (2003). Enflasyon hedeflemesi: Gelişmekte olan ülkelere uygulanabilirliği ve Türkiye örneği. Yayımlanmış Uzmanlık Yeterlilik Tezi. *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası*, Ankara.

Üzar, U., ve Başoğlu, A. (2017). Merkez Bankacılığı ve Yeni Arayışlar: Nominal GSYH Hedeflemesi ve Kalkınmacı Merkez Bankacılığı Tartışmaları. URL: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/323940>. Son Erişim Tarihi: 01.12.2021.

- Vayid, I. (2013). Central Bank Communications Before, During and After the Crisis: From Open Market Operations to Open-MouthPoicy. Bank of CanadaWorkingPaper, 2013(41). URL: <https://www.econstor.eu/handle/10419/95684>. Son Erişim Tarihi: 22.11.2021.
- Walsh, C. (2007). Transparency, Flexibility, and Inflation Targeting, 227-263. URL: https://www.researchgate.net/publication/4813505_Transparency_Flexibility_and_Inflation_Targeting. Son Erişim Tarihi: 30.11.2021.
- Woodford, M. (2010). Robustly optimal monetarypolicywithnear-rationalexpectations. *AmericanEconomicReview*, 100(1), 274-303.
- Winkler, B. (2000). Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making. On the Need for Clarity in Monetary Policy-Making (August 2000). URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=355587. Son Erişim Tarihi: 30.11.2021.
- Yeldan, E. (2002). İstikrar kim için? Kriz idaresi üzerine değerlendirmeler. *Birikim*, 2002, 1-20.
- Yılmaz, C. B., ve Kahveci, E. (2014). Merkez Bankası İletişiminde Yeni Bir Araç: Sözle Yönlendirme (Forward Guidance). Canan Binal Yılmaz/Dr. Eyüp Kahveci Merkez Bankası İletişiminde Yeni Bir Araç: Sözle Yönlendirme (Forward Guidance) Ülke Örnekleri ve Türkiye Uygulamaları 5, 5.
- Yiğit, N. (2009). Türkiye’de ve yükselen ekonomilerde para politikası uygulamaları ve enflasyon hedeflemesi. Yayınlanmış Mesleki Uzmanlık Tezi, Ankara.
- Yiğitbaş, Ş. B. (2009). Gelişen piyasa ekonomilerinde alternatif para politikasi stratejileri; Türkiye ekonomisi açısından bir değerlendirme. *Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 16(1), 207-225.
- Yiğitoğlu, A.İ. (2005). 2001 Krizi sonrası dönemde Türkiye ekonomisinin ve bankacılık sektörünün değerlendirilmesi. *Sosyo Ekonomi*, 1(1), 115-125
- Yetkin, Z. Ö. (2005). Merkez bankalarının para politikalarının tasarımında iletişim politikalarının önemi ve bekleşlerin yönetimi. Yayınlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi. *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası*, Ankara.
- Yükseler, Z. (2005). IMF Programları ve Enflasyon Hedeflemesi: Brezilya Deneyimi ve Türkiye için Derslerl, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, 2005/9. URL: https://www.econstor.eu/bitstream/10419/83275/1/dp_2005-09.pdf. Son Erişim Tarihi: 30.11.2021.
- Yüret, R. (2019). Merkez bankaları para politikalarının ülke ekonomilerine etkileri Yayınlanmamış Doktora Tezi, *Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, İstanbul.



teknoversite **AYRICALIĞINDASINIZ**

İSTE

