

**DÖVİZ KURU DEĞİŞİMLERİNİN  
ENFLASYON ÜZERİNDEKİ ETKİSİ:  
TÜRKİYE ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

**Yüksek Lisans Tezi**

**BURAK SAYKAL**

**Eskişehir, 2018**

**DÖVİZ KURU DEĞİŞİMLERİNİN ENFLASYON ÜZERİNDEKİ ETKİSİ:  
TÜRKİYE ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

**BURAK SAYKAL**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**İktisat Anabilim Dalı**

**Danışman: Doç. Dr. Bengül Gülümser Kaytancı**

**Eskişehir**

**T.C. Anadolu Üniversitesi**

**Sosyal Bilimler Enstitüsü**

**Haziran, 2018**

## JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

**Burak SAYKAL'ın "Döviz Kuru Değişimlerinin Enflasyon Üzerindeki Etkisi: Türkiye Üzerine Bir Uygulama" başlıklı tezi 26 Haziran 2018 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca toplanan İktisat Anabilim Dalında, yüksek lisans tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.**

**İmza**

**Üye (Tez Danışmanı) : Doç.Dr.Bengül Gülümser KAYTANCI**

**Üye : Doç.Dr.Meltem ERDOĞAN**

**Üye : Doç.Dr.Etem Hakan ERGEÇ**

**Prof.Dr.Emel ŞIKLAR**  
**Anadolu Üniversitesi**  
**Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü**

## ÖZET

DÖVİZ KURU DEĞİŞİMLERİNİN ENFLASYON ÜZERİNDEKİ ETKİSİ:

TÜRKİYE ÜZERİNE BİR UYGULAMA

BURAK SAYKAL

İktisat Anabilim Dalı

Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Haziran, 2018

Danışman: Doç.Dr. Bengül Gülümser Kaytancı

Türkiye, uzun yıllardan beri yüksek enflasyon rakamlarıyla mücadele eden ve enflasyonu düşük seviyelere getirebilmek için çeşitli politikalar uygulayan bir ülkedir. Gelişmekte olan ülkeler için döviz kurlarının enflasyon üzerindeki etkisi oldukça önemlidir; çünkü döviz kurlarıyla fiyatlar genel düzeyi arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Pass-through olarak adlandırılan bu ilişki, gelişmekte olan ülke ekonomileri için fiyatlar genel düzeyini kontrol altına almada önem arz etmektedir. Özellikle son yıllarda sermaye hareketlerinin hızlanması, döviz kuru dengesi üzerinde etkili olmaktadır. Bununla birlikte, Türkiye hem enflasyon oranlarını düşürmek ve hem de finansal istikrarı yakalamak için çeşitli politikalar yürütmektedir. Bu hedefler doğrultusunda enflasyon hedeflemesi stratejisi 2002 yılından beri uygulanmakta olan politikalardan bir tanesidir. Bundan dolayı döviz kurlarında oluşan dengesizlikler, gelişmekte olan ülke ekonomilerini Pass-through etkisiyle etkilemekte ve enflasyon oranlarının istenilen seviyelere düşürülmesini engellemektedir.

Türkiye’de döviz kurlarındaki değişimlerin enflasyon hedeflemesi sürecine etkisinin incelendiği bu çalışmada, 2010:01-2018:03 dönemleri arasında döviz kuruyla enflasyon oranları arasındaki ilişki Autoregressive Distributed Lag. (ARDL) modeli ile incelenmiştir. Modelden elde edilen bulgulara göre; döviz kurlarındaki değişimlerin yurtiçi fiyatlar üzerindeki etkisinin yüksek olduğu, ithalat fiyatlarının döviz kurlarındaki artışa bağlı olarak arttığı ve enflasyon oranlarının yükselmesine neden olduğu sonucuna varılmıştır.

**Anahtar Sözcükler:** enflasyon hedeflemesi stratejisi, fiyatlara geçiş etkisi, ARDL

IMPACT OF EXCHANGE RATES VARIATIONS ON INFLATION:  
AN APPLICATION ONTO TURKEY

BURAK SAYKAL

Department of Economics

Anadolu University, Institute of Social Sciences, June 2018

Supervisor: Assoc. Prof. Dr. Bengül Gülümser Kaytancı

Turkey is a country struggling against high inflation rates and applying a variety of policies in order to lower inflation for many years. On the other hand, Turkey runs several policies in order to lower inflation rates as well as assuring financial stability. In line with such objectives, inflation targeting strategy is one of the policies that are in application since 2002. For developing countries, impact of exchange rates on inflation is rather important; because there is an intimate relation between exchange rates and general level of prices. Such relation called “pass-through” is important for keeping general level of prices under control in terms of economies of developing countries. Acceleration of capital movements is effective on exchange rate stability particularly in recent years. . On the other hand, Turkey runs several policies in order to lower inflation rates as well as assuring financial stability. In line with such objectives, inflation targeting strategy is one of the policies that are in application since 2002. Accordingly, any instability in exchange rates has an impact on the economies of developing countries by means of Pass-Through effect, and hinders lowering of inflation rates to desired levels.

In this study examining the impact of variations in exchange rates on inflation targeting process in Turkey, the relationship between exchange rates and inflation in the period of 2010:01-2018:03 was investigated by means of the Autoregressive Distributed Lag model. Based on the findings obtained in the model, it is concluded that impact of variations in exchange rates on domestic prices are high, and likewise, import prices increase in parallel to the increases in exchange rates, eventually leading to rise inflation rates.

**Keywords:** inflation targeting, pass-through, ARDL

## ÖNSÖZ

Döviz kurlarındaki değişim sonucu bunun yurtiçi fiyatlar üzerindeki etkisi özellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerinin istikrarı açısından son derece önem arz etmektedir. Bu bakımdan gelişmekte olan ülkeler arasında yer alan Türkiye’ de döviz kurlarından yurtiçi fiyatlara geçiş etkisini en aza indirmek, ekonomik istikrarı yakalamak ve bunun yanında finansal istikrarı sürdürebilmek adına uzun yıllardan beri çeşitli politikalar izlemiştir. Bu politikalardan biri olan enflasyon hedeflemesi stratejisi de son dönemde izlediği politikalardan biridir. Bu çalışmada döviz kurlarında yurtiçi fiyatlara geçiş etkisinin Türkiye’nin 2002 yılında itibaren uygulamakta olduğu enflasyon hedeflemesi stratejisi üzerindeki etkisi araştırılmıştır.

Tez çalışmam süresince hoşgörüsüyle, bilgisiyle ve deneyimleriyle bana yardımcı olan danışman hocam sayın Doç. Dr. Bengül Gülümser KAYTANCI’ya gösterdiği nezaketten dolayı teşekkür ederim. Yine bu süreç boyunca görüş ve önerileriyle bana yardımcı olan sayın, Doç. Dr. Meltem ERDOĞAN’ a ve her daim yanımda olan sayın Av. Mehmet ÜNAL’ a teşekkürlerimi sunarım.

Son olarak, benden hiçbir zaman desteklerini esirgemeyen değerli aileme teşekkür etmeyi kendime bir borç bilirim.

26...10/2013

## ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ

Bu tezin bana ait, özgün bir çalışma olduğunu; çalışmamın hazırlık, veri toplama, analiz ve bilgilerin sunumu olmak üzere tüm aşamalarında bilimsel etik ilke ve kurallara uygun davrandığımı; bu çalışma kapsamında elde edilen tüm veri ve bilgiler için kaynak gösterdiğimi ve bu kaynaklara kaynakçada yer verdiğimi; bu çalışmanın Anadolu Üniversitesi tarafından kullanılan bilimsel intihal tespit programıyla tarandığını ve hiçbir şekilde “intihal içermediğini” beyan ederim. Herhangi bir zamanda, çalışmamla ilgili yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması durumunda, ortaya çıkacak tüm ahlaki ve hukuki sonuçları kabul ettiğimi bildiririm.

Burak SAYKAL

## İÇİNDEKİLER

	Sayfa
BAŞLIK SAYFASI.....	i
JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI.....	ii
ÖZET.....	iii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ.....	v
ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ.....	vi
İÇİNDEKİLER.....	vii
TABLolar DİZİNİ.....	x
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	xi
SİMGE VE KISALTMALAR DİZİNİ.....	xii
GİRİŞ.....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM

1. DÖVİZ KURUNDAN FİYATLARA GEÇİŞ ETKİSİ.....	3
1.1. Döviz Tanımı ve Döviz Kurları.....	3
1.1.1 Dolaylı ve Dolaysız Kotasyon.....	4
1.1.2 Nominal Döviz Kuru.....	5
1.1.3 Reel Döviz Kuru.....	5
1.2. Döviz Kuru Sistemleri.....	6
1.2.1. Sabit Döviz Kuru Sistemi.....	6
1.2.2. Esnek Döviz Kuru Sistemi.....	8
1.3. Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisi.....	9
1.3.1. Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Süreci.....	13
1.4. Geçiş Etkisini Açıklayan Teoriler.....	17
1.4.1. Tek Fiyat Kanunu.....	17
1.4.2. Satın Alma Gücü Paritesi.....	18
1.4.3. Portföy Dengesi Yaklaşımı.....	21
1.4.4. Faiz Paritesi Kavramı.....	24



	sayfa
1.4.4.1. Güvenceli Faiz Paritesi Kavramı.....	26
1.4.4.2. Güvencesiz Faiz Paritesi Kavramı.....	28
1.5 Literatür.....	30
<b>İKİNCİ BÖLÜM</b>	
2. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ.....	33
2.1 Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Tanımı.....	33
2.2 Enflasyon Hedeflemesine Geçiş İçin Gerekli Ön Koşullar.....	33
2.2.1 Merkez Bankasının Bağımsızlığı.....	34
2.2.2 Ekonomik Yapı.....	35
2.2.3 Merkez Bankası Tek Hedefinin Enflasyon Olarak Belirleme.....	36
2.2.4 Gelişmiş Finansal Sistem.....	36
2.2.5 Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik.....	38
2.2.6 Enflasyon Hedeflemesinde Fiyat Değişkenin Seçilmesi.....	40
2.2.7 Enflasyon Hedefinin Uygun Bir Şekilde Seçilmesi.....	40
2.2.8 Hedef süresinin Seçimi.....	42
2.3 Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Avantajları ve Dezavantajları.....	43
2.3.1 Enflasyon Hedeflemesinin Getirdiği Avantajlar.....	43
2.3.2 Enflasyon Hedeflemesinin Getirdiği Dezavantajlar.....	44
2.4 Enflasyon Hedeflemesi Süresince Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçişin Önemi.....	45
<b>ÜÇÜNCÜ BÖLÜM</b>	
3. DÖVİZ KURU VE ENFLASYON İLİŞKİSİ TÜRKİYE ÖRNEĞİ.....	47
3.1. 1990-2001 Arası Dönem.....	47
3.2. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Dönemi: 2002-2005.....	53
3.3. Açık Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Dönemi: 2006-2010.....	58
3.4. Açık Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Merkez Bankasının Yeni Görevi ve 2010 Yılı Sonrası Dönem.....	63

<b>4. DÖVİZ KURLARINDAKİ DEĞİŞİMİN ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ DÖNEMİNDE ETKİSİ: EKONOMETRİK UYGULAMA...</b>	<b>70</b>
4.1 Ekonometrik Model.....	70
4.2 Çalışmada Kullanılan Veri Seti.....	70
4.3 Çalışmada Kullanılan Yöntem ve Teknikler.....	72
4.3.1 Durağanlık Testleri.....	72
4.3.2 Zaman Serilerinde Durağanlık Kavramı.....	73
4.3.3 Durağanlığın Test Edilmesi.....	74
4.3.3.1. Genişletilmiş Dicker Fuller Testi.....	74
4.3.3.2. Phillips- Perron Testi.....	76
4.3.4 ARDL Modeli.....	77
4.4. Elde Edilen Bulgular.....	80
4.4.1 Birim Kök Testi.....	80
4.4.1.1. Birim kök Test Sonuçları.....	81
4.4.1.2. ARDL sonuçları.....	82
SONUÇ.....	86
KAYNAKÇA.....	89
ÖZGEÇMİŞ	

## TABLolar DİZİNİ

	<b>Sayfa</b>
<b>Tablo 1.1.</b> Dünya’da Kullanılan Döviz Kuru Sistemleri.....	8
<b>Tablo 4.1.</b> Modelde Kullanılan Değişkenler.....	81
<b>Tablo 4.2.</b> ADF Birim Kök Test Sonuçları.....	81
<b>Tablo 4.3.</b> Phillips-Peron Test Sonuçları.....	82
<b>Tablo 4.4.</b> ARDL (1,0,0)Eşbütünleşme Test Sonuçları.....	83
<b>Tablo 4.5.</b> ARDL(1,0,0) Modeli Uzun Dönem katsayı Sonuçları.....	83
<b>Tablo 4.6</b> ARDL(1,0,0) Modeli Hata Düzeltme modeli.....	84

## ŞEKİLLER DİZİNİ

	Sayfa
<b>Şekil 1.1.</b> Döviz Kurundan Yurtiçi Fiyatlara Geçişin Gösterimi.....	12
<b>Şekil 1.2.</b> Döviz Kurlarındaki Değişimin Yurtiçi Fiyatlara Etkisi (yerli ülkenin ithalat piyasası).....	14
<b>Şekil 1.3.</b> Döviz Kurlarındaki Değişimin Yurtiçi Fiyatlara Etkisi (yerli ülkenin ihracat piyasası).....	15
<b>Şekil 1.4.</b> Faiz Paritesinin Grafikle Gösterimi.....	29
<b>Şekil 3.1.</b> 1990-2001 Enflasyon Oranlarındaki Yüzdesel Değişim.....	53
<b>Şekil 3.2.</b> Örtük Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon oranları.....	56
<b>Şekil 3.3.</b> Türkiye'de Örtük Enflasyon Dönemindeki Büyüme Oranları.....	57
<b>Şekil 3.4.</b> Açık Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Yıllara Göre Tüfe ve ÜFE'nin Yüzdesel Değişimi.....	61
<b>Şekil 3.5.</b> Enflasyon Hedeflemesinde Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları, ABD Doları ve Euro' ya Karşı Yüzdesel Değişim.....	68
<b>Şekil 3.6.</b> Açık Enflasyon Hedeflemesinde Büyüme Oranları.....	69
<b>Şekil 4.1.</b> ADRL (1,0,0) Modeli Cusum-of-Square Testi.....	85

## SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ

- AB** : Avrupa Birliği
- ABD** : Amerika Birleşik Devletleri
- ADF** : Geliştirilmiş Dickey- Fuller Testi
- ER** : Nominal Döviz Kuru
- €** : Avrupa Birliği Para Birimi
- EVDS** : Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
- DF** : Dickey- Fuller Testi
- FPK** : Faiz Paritesi Kavramı
- IMF** : Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)
- MB** : Merkez Bankası
- PP** : Phillips- Peron Testi
- RER** : Reel Döviz Kuru
- ROM** : Rezerv Opsiyon Mekanizması
- SGP** : Satın Alma Gücü Paritesi
- \$** : ABD Doları
- TCMB** : Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
- TEFE** : Toptan Eşya Fiyat Endeksi
- TÜFE** : Tüketici Fiyat Endeksi
- TÜİK** : Türkiye İstatistik Kurumu
- ARDL** : Autoregressive Distributed Lag

## GİRİŞ

Son dönemlerde Dünya’da artan ekonomik gelişmelere bağlı olarak hızlanan sermaye hareketleri ülkelerin makroekonomileri üzerinde bir hayli etkili olmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomileri artan sermaye hareketlerine bağlı olarak etkilenmekte ve bu ülkelerin ekonomik istikrarı yakalamasında en büyük engel olarak gösterilmektedir. Bu bağlamda artan sermaye hareketleri sonucu değişen döviz kuru dengesi de bu istikrarı yakalamada ve sürdürmede gelişmekte olan ülke ekonomilerini doğrudan ilgilendirmektedir. Döviz kurlarındaki değişmelere bağlı olarak yurtiçi fiyat düzeylerinin bundan olumsuz etkilenmesi ekonomik kırılganlıkların artmasına ve istenilen ekonomik istikrarının yakalanılmasını engellemektedir.

Gelişmekte olan ülkeler arasında yer alan Türkiye, ekonomide fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek adına özellikle 1990’lı yıllardan itibaren çeşitli politikalar yürütmüştür. Türkiye’nin 1990’lı yıllarda bu hedefler doğrultusunda yürütmüş olduğu politikalarda istediği başarıyı yakalayamadığı görülmektedir. 2001 krizinden sonra sabit döviz kur sistemini bırakıp yerine dalgalı döviz kuru sistemine geçilmesiyle birlikte ekonomide bir toparlanma sürecine geçildiği ve bununla birlikte uzun yıllardan beri Türkiye ekonomisinin en büyük sorunlarından biri olan enflasyon oranlarının düşme eğiliminde olduğu söylenebilir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) döviz kurlarından yurtiçi fiyatlara geçiş etkisini azaltmak ve enflasyon oranlarını istenilen seviyelere getirmek ve ayrıca enflasyon oranlarının istikrarlı bir şekilde ilerlemesini sürdürmek için 2002 yılından itibaren örtük 2006 yılından itibaren ise açık olarak enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamıştır. TCMB 2010 yılının sonlarından itibaren fiyat istikrarıyla çelişmemek kaydıyla finansal istikrar amacını da destekleyici bir amaç olarak hedefleri arasına almıştır. Çünkü fiyat istikrar hedefinin finansal istikrar sağlanmadan yakalanamayacağı 2008 krizinden sonra anlaşılmıştır.

Bu çalışmada birinci bölümde; döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisini açıklayan teorilere yer verilmiştir. İkinci bölümde ise, enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmesi ve bu stratejinin uygulanması için gerekli olan ön koşullar açıklanmıştır. Üçüncü bölümde ise öncelikle, Türkiye ekonomisinde 1990’lı yıllardan günümüze kadar olan süreçte enflasyon ve döviz kurları arasındaki ilişki ve merkez bankasının döviz kurlarına müdahaleleri incelenmiştir. Sonrasında, 2010 yılından itibaren TCMB hem

fiyat istikrarı hem de finansal istikrarı bir arada yürütme politikalarını izlemeye başlamıştır. Bundan dolayı son bölümde ikili hedefin oluşturduğu 2010 dönemi sonrası için döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisi ARDL yöntemiyle incelenmiştir.

## Birinci Bölüm

### 1. DÖVİZ KURLARI VE YURTIÇİ FİYATLARA GEÇİŞ ETKİSİ:

Son yıllarda ülke ekonomileri arasında hızlanan iktisadi faaliyetler sonucu döviz kurlarının önemi bir hayli artmıştır. Özellikle gelişmekte olan ülke ekonomileri adına döviz kuru ve yurt içi fiyatlar genel düzeyi arasında yakın ilişki bulunmaktadır. Bu nedenle, gelişmekte olan ülkeler için döviz kuru dengesi ve döviz kurunun yurt içi fiyatlara geçiş etkisinin büyüklüğü, makroekonomik istikrarı yakalamada ve sürdürmede bu ülke ekonomileri için en önde gelen değişkenler arasında yer almaktadır. Çünkü Ergin'e (2015, s.14) göre, döviz kurlarındaki dalgalanmalar enflasyona neden olmakta ve ayrıca satın alma gücünü düşürmektedir.

Bundan dolayı öncelikle bu bölümde, döviz kurlarını açıklayan teorilere yer verilecek, ardından döviz kurları dengesi ve döviz kurlarından yurtiçi fiyatlara geçiş etkisini açıklayan teoriler ele alınacaktır.

#### 1.1. Döviz Tanımı ve Döviz Kurları

Küreselleşen dünyada, ülkelerin birbirleriyle yaptıkları dış ticaret hacminin yükselmesi, dövizin ve döviz piyasalarının öneminin giderek artmasını sağlamıştır. Literatürde döviz; “yabancı ülke paralarına veya yabancı paraya bağlı likiditesi yüksek ödeme araçlarına verilen addır (Seyidoğlu 2009, s.217).” Bu bağlamda açık ekonomilerde ülkelerin dış ticaret yapabilmesi için döviz en önemli araçtır.

Ülkelerin, siyasi bağımsızlıkları gereği kendi para birimlerine sahip olmalarına karşın, uluslararası ticarete diğer ülkelerle mal ve hizmet ticareti yapabilmesi, finansal varlıkların alınıp satılması ve ülke ekonomilerinin istikrarı açısından döviz kurları bir hayli önem arz etmektedir. Döviz kuru, satın alınmak istenen para birimi karşısında, vazgeçilen diğer para birimi olarak tanımlanmaktadır (Şıklar 2011, s.141). Yani bir ülke parasının diğer ülke parası karşısında değeridir. Diğer bir deyişle döviz kuru; iki ülke para biriminin birbirleriyle oranıdır şeklinde tanımlanabilir. Bu bakımdan ülke para birimlerinin birbiriyle orantısı döviz kuru dengesini belirler. Döviz kuru dengesi ise; ülkelerin dış rekabet gücünü ve ödemeler bilançosu dengesi üzerinde etkisi olması bakımından önem arz etmektedir.

Döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmalar yatırımları, enflasyon oranlarını, faizleri, büyümeyi, ödemeler bilançosunu doğrudan etkileyebilir. Bundan dolayı ülke



ekonomilerinin istikrarı sağlanması bakımından döviz kuru dengesi oldukça önem arz eden bir konudur.

Döviz kurlarındaki dalgalanmaların etkisini şu şekilde açıklayabiliriz; Daha çok harcama yöntemiyle büyüyen bir ekonomi için; döviz kurunun yurt içi fiyatlar karşısında değer kaybetmesi, yani yerli paranın yabancı para birimi karşısında değer kazanması, yurt içindeki ithal malların fiyatlarının düşmesini sağlar. Bu ise ithal mallarına olan talebi arttırır. Harcama yöntemiyle büyüyen bir ekonomi adına artan talep, ithalatın daha da artmasına sebep olmaktadır. İhracat oranlarının aynı kalması varsayımı altında, ithalatın giderek artması ülkenin ödemeler bilançosunda dengesizliğe yol açmasına neden olur. Oluşan bu dengesizlik, ülkenin dış rekabet gücünün azalmasına yol açarak ülke ekonomisindeki kırılganlıkların artması sonucunu doğurmaktadır.

### **1.1.1. Dolaylı ve Dolaysız Kotasyon**

Döviz kuru, dolaysız kotasyon (direkt döviz kuru) ve dolaylı kotasyon (dolaylı döviz kuru) olmak üzere iki şekilde açıklanmaktadır. Dolaysız kotasyon; bir birim yabancı para birimi karşısında, yerli para biriminin değerini göstermesi olarak tanımlanmaktadır. Dolaysız kotasyon ‘Avrupa Yöntemi’ olarak da adlandırılmaktadır. Dolaysız kotasyonda, önemli olan nokta bir birim yabancı paranın, kaç birim yerli para olduğunu göstermesidir. Bunu açıklamak için yerli para biriminin Türk Lirası (TL), yabancı para biriminin Avrupa birliği para birimi Euro olduğu (€) varsayımı altında; 1 (€)= 4.672 (TL)’ye eşit olması. Yani 1 birim (€)’nun 4.672 (TL)’e eşit olmasıdır.

Dolaylı kotasyon ise; dolaysız kotasyonun tam tersidir. Dolaylı kotasyon bir birim yerli para biriminin kaç birim yabancı para birimine eşit olduğu yansıtılır. Ayrıca dolaylı kotasyon ‘Amerikan Yöntemi’ olarak bilinmektedir. Yine yeli para biriminin TL olduğu, yabancı para biriminin de Euro olduğu varsayımı altında; döviz kuru 1 (TL) = 0.214 (€) şeklinde açıklanır döviz kuru. Yani 1 TL karşılığında 0.214 €’a eşit olmasıdır.

Ülkelerin uluslararası ticaretinde çoğunlukla dolaysız kotasyon sistemi kullanılmaktadır. Dolaylı kotasyon sistemini kullanan ülkeler; İngiltere, Yeni Zelanda, İrlanda ve İsviçre’dir. Türkiye ise dolaysız kotasyon sistemini kullanmaktadır. Bu çalışmada da döviz kurlarından bahsedilirken dolaysız kotasyon sistemine göre açıklamalar yapılacaktır. Bu sistemde yerli para birimin, yabancı para birimi karşısında değer kaybetmesi döviz kurlarının yükselmesi, yerli paranın değer kazanması ise döviz kurlarının düşmesi anlamına gelmektedir.

### 1.1.2. Nominal Döviz Kuru

Nominal döviz kuru basit olarak iki farklı para biriminin birbirine oranı şeklinde tanımlanabilir. Yani bir birim yabancı paranın, kaç birim yerli paraya eşit olacağını ifade eder. Nominal döviz kuru genellikle günlük hayatta yaygın bir şekilde kullanılmaktadır. Daha açık bir ifadeyle nominal döviz kuru; 1 (€) = 4.672 (TL)'e eşit olması gibidir. Buradan; 1 Euro'nun 4.672 TL ye eşit olması anlamı çıkmaktadır.

Nominal döviz kuru; ülkelerin sermaye hareketlerinin yönünü etkilemekte ve dolayısıyla ödemeler bilançosu üzerinde de etkili olmaktadır. Örneğin; yerli ülke parasının yabancı ülke parası karşısında değer kaybettiği varsayımı altında, yerli ülkede ithal mallarının fiyatı yükseltirken, yabancılar açısından yerli ülkenin üretmiş olduğu malların nispeten ucuzlamış olması bu mallara olan talebin yükselmesini, bunun sonucunda da ihracatın artmasını sağlar. İhracatın, ithalata göre artması ise ödemeler bilançosunu olumlu etkiler.

Nominal döviz kuru ülkelerin satın alma güçlerini ölçmemektedir. Bunu yerine ülkeler arasındaki fiyat değişim oranlarını yansıtır. Yani yerli para birimin yabancı para birimi karşısındaki değişim oranını yansıtmaktadır. Böylelikle nominal döviz kuru; hem reel döviz kuruna hem de ülkeler arasındaki enflasyon oranlarına göre belirlenmektedir sonucuna varılabilir.

### 1.1.3. Reel Döviz Kuru

Reel döviz kuru; genel anlamda nominal döviz kurunun, iki ülke fiyat endeksleri kullanılarak düzeltilmesi şeklinde tanımlanabilir. Aslan ve Terzi (2013, s.169) reel döviz kurunu; iki ülke arasındaki var olan döviz kuru fiyatlarının, ülkeler arasındaki enflasyon oranına göre ayarlanması sonucu elde edilen fiyat endeksi olarak tanımlamaktadır. Reel döviz kurunda, nominal döviz kurunun aksine tek bir fiyat değişimi değil, ekonomideki mal sepeti içerisinde yer alan fiyatlar genel düzeyi geçerlidir. Bu bağlamda reel döviz kuru (RER), nominal döviz kuru (ER), yurt içi fiyat düzeyi ( $P^d$ ), yurt dışı fiyat düzeyi ( $P^f$ ) ile sembolize edilmiştir. Bu durumda reel döviz kuru;

$$RER = ER \cdot \frac{P^f}{P^d} \quad (1.1)$$

Şeklinde gösterilir.

Reel döviz kurundaki artış yerli para biriminin yabancı para birimi karşısında değer kaybettiği anlamını taşır. 1.1'nolu denklemden; reel döviz kurunun artması için ya nominal döviz kurunun artması gerekir ya da nominal döviz kuru sabitken yurt dışı fiyatlar genel düzeyinin yurt içi fiyatlar genel düzeyine karşı artış göstermesi gerekmektedir.

Reel döviz kuru ülkeler arasındaki fiyatlar genel düzeyine bağlı olarak satın alma gücünü ölçmektedir. Bunun yanında reel döviz kurunun ülkelerin satın alma gücünü göstermesi ülkelerin rekabet gücünü yansıtmaktadır (Ünsal, 2011, s.143). Özdemir'in (2015, s.96) vurguladığı gibi, reel döviz kurundan elde edilmesi gereken bilgi; iki farklı ülkede aynı mallardan oluşan mal sepetinin maliyetlerinin karşılaştırılması gerekliliğidir. Böylece ülkeler arasındaki satın alma gücünün de ölçülmesine olanak sağlanmaktadır.

Reel döviz kuru nominal döviz kurunun aksine iktisat literatüründe daha fazla kullanılmaktadır. Bunun nedeni ise; reel döviz kurlarıyla ülkeler arasındaki dış ticarete konu olan tüm malların fiyatlarını ölçerek, bu malların hangi ülkede ucuz hangi ülkede pahalı olduğunun bulunabilmesidir.

## **1.2. Döviz Kuru Sistemleri**

Döviz kuru sistemleri iktisat literatüründe sıkça tartışılan konulardan biridir. Ülkelerin sahip oldukları ekonomik yapılarına göre döviz kuru sistemleri farklılık gösterse de genellikle döviz kuru sistemlerinin iki ana unsuru bulunmaktadır. Bunlardan bir tanesi sabit döviz kuru sistemi diğeri ise, esnek döviz kuru sistemidir.

Özellikle 1973'e kadar olan dönemde bütün ülke ekonomilerinin neredeyse tamamı sabit döviz kuru sistemini kullanmıştır. Ancak bu dönemden sonra ülkelerin çoğu dış ticaretin giderek artmasına bağlı olarak esnek döviz kuru sistemini kullanmaya başlamıştır. Bu ise, döviz kurlarının eskiye göre daha fazla dalgalanmasına sebep olmuştur.

### **1.2.1. Sabit Döviz Kuru Sistemi**

Sabit döviz kuru sisteminde, resmi makamlarca daha önceden açıklanmış olan döviz kurunun belirli sınırlar içerisinde değer alması sağlanmaktadır. Sabit döviz kuru sisteminde en önemli nokta, döviz kurunun daha önce ilan edilen sınırlar içerisinde değer alacağına resmi makamlarca taahhüt edilmesidir.

Bu sistemde amaç; uzun dönemde döviz kurunda dengeyi sağlamaktır. Bu dengeyi sağlamak için serbest piyasa koşullarında kura müdahale merkez bankası (MB) tarafından yapılmaktadır. Merkez bankası, sabit kur sisteminde döviz kuruna alıcı veya satıcı olarak müdahalede bulunur. Ayrıca merkez bankasının piyasa üzerinde etkili olabilmesi ve istediği döviz kuru müdahalesini yapabilmesi için döviz rezervlerinin yeterli olması gerekmektedir. Parasız'a (1996, s.492) göre, döviz kurlarına yönelik müdahale bir bant sınırları içerisinde olmaktadır. Yani merkez bankasının döviz kuruna müdahalede bulunmasının kuru, daha önceden ilan edilen sınırların dışında bir yerde oluşması halinde olacağını savunmuştur. Bu bağlamda, merkez bankası eğer döviz kurunu idari bir kararla yükseltmek isterse; yani yerli para biriminin yabancı para birimi karşısında değerini düşürürse buna devalüasyon denir. Öte yandan merkez bankası döviz kurunu idari bir kararla düşürmek isterse; bu durumda yerli para birimi yabancı para birimi karşısında değer kazanır. Bu durum ise revalüasyon olarak tanımlanmaktadır.

Sabit döviz kuru sisteminde döviz kurlarının önceden ilan edilen sınırlar içerisinde olacağını bilmesi, döviz piyasasında işlem yapan kurum veya kuruluşların gelecek hakkında karar almalarını kolaylaştırır. Bundan dolayı sabit döviz kuru sisteminin gelecek dönemde döviz kurları üzerinde spekülasyon atakları azaltıcı etkisi vardır. Bununla beraber döviz kuru dalgalanmalarının önüne geçildiği için fiyat istikrarını yakalamada bu sistemin yardımcı olduğu sonucuna varılması da mümkündür.

Sabit döviz kuru sistemi üzerine yapılan en önemli olumsuz eleştiri ise; ödemeler bilançosu dengesizliklerini arttırmasına yöneliktir. Şöyle ki; yerli ülke parasının devalüasyon sonucu değerinin düşürülmesi ilk olarak ithal mallarına olan talebin azaltmasına rağmen, sonradan üretim iç talebi karşılayacak düzeyde olmazsa ithal mallarına olan talebin yeniden artmasına neden olur. Bu da ödemeler bilançosunda dengesizliklerin artması anlamına gelmektedir. Ödemeler bilançosunda oluşan dengesizlik ise, diğer ekonomik koşulların da olumsuz etkilenmesine sebep olmaktadır. Böyle bir durum, hem fiyat istikrarının yakalanmasını zorlaştırmakta hem de merkez bankasının sabit döviz kuru sisteminde uygulamış olduğu para politikasını etkisizleştirmektedir.

### 1.2.2. Esnek Döviz Kuru Sistemi

Esnek döviz kuru sisteminde; döviz kurlarına herhangi bir müdahalede bulunulmaz, döviz kurları piyasada oluşan döviz arz ve talebine göre oluşmaktadır. Esnek döviz kuru sisteminde merkez bankası döviz kuruna doğrudan müdahale etmemektir. Merkez bankası piyasaya doğrudan müdahale yerine, piyasadaki oynaklıkları gidermek için gerekli gördüğünde sahip olduğu para politikası araçlarıyla döviz kuru dengesini etkileyebilmektedir.

Esnek kur sistemi, ekonomide yaşanabilecek olan bir kriz ya da dışsal şoklara karşı merkez bankasına para politikasını yürütmeye esneklik kazandırır. Şöyle ki; yaşanan bir kriz veya dışsal bir şok karşısında, merkez bankasına döviz kurunu belirli bir düzeyde tutmak zorunda olmadığı için fiyat istikrarını sürdürmede piyasaya müdahale edebilme olanağı sağlar. Yani MB'nin döviz kuru için gelecek adına herhangi bir beyanının olmaması para politikalarının bağımsız yürütülmesine imkân tanır. Esnek döviz kuru sistemi, sabit döviz kuru sistemine göre daha sade bir yapıya sahiptir. Esnek döviz kuru sisteminde, sabit döviz kuru sisteminin aksine ödemeler bilançosu dengesi kendiliğinden dengeye ulaşabilmektedir. Bu da ekonomideki kırılganlıkları azaltmaktadır.

Tüm bunların yanında esnek döviz kuru sistemi, spekülasyon atakları artırıcı etkisi nedeniyle eleştirilmektedir. Böyle bir olguda ekonomide ani fiyat dalgalanmaları oluşabilmektedir. Bu da fiyat istikrarını yakalamada ülke ekonomilerini zorlamaktadır. Bunun yanı sıra döviz kuruna karşı spekülasyon atakları da artırmaktadır. Gelecek dönemde döviz kurlarında belirsizlik yaşanması, yatırımların azalmasına neden olmaktadır.

Ülkeler kendi iç dinamik özelliklerine göre farklı döviz kuru sistemleri kullanmaktadır. Sabit ve esnek döviz kuru sistemleri iki ana uç sistem olarak görülebilir. Bununla birlikte bu iki ana uç arasında farklı döviz kuru sistemleri de kullanılabilir. Bu ayrım tablo 1.1'de gösterilmiştir.

**Tablo: 1.1.** *Dünya'da Kullanılan Döviz Kuru Sistemleri* (Kaya, 2009, s.4)

Katı Rejimler	Döviz Kuru Rejimi	Ülke Sayısı	Toplam
	Başka bir para biriminin yasal olarak kullanılması	10	23

**Tablo: 1.1. (Devam) Dünya’da Kullanılan Döviz Kuru Sistemleri** (Kaya, 2009, s.4)

	<b>Döviz Kuru Rejimi</b>	<b>Ülke Sayısı</b>	<b>Toplam</b>
<b>Katı rejimler</b>	Para kurulu	10	
<b>Ara Rejimler</b>	Yatay bant içerisinde çapa	5	82
	Sürünen bant içerisinde	6	
<b>Esnek Rejimler</b>	Önceden belirlenmiş kurun bulunmadığı	48	83
	Yönetimli dalgalanma		
	Serbest dalgalanma	35	

Tablo 1.1’den anlaşılacağı üzere günümüzde ülkelerin çoğu esnek rejimleri benimseyip yönetimli dalgalanma sistemlerini kullanmaktadır. Öte yandan sabit döviz kuru sistemini kullanan ülkelerin sayısı ise oldukça azdır. Bu iki ana uç rejim arasında kalan döviz sistemlerini kullanan ülkelerin toplam sayısı ise neredeyse esnek döviz kuru sistemini kullanan ülkelerle aynıdır. Bunun nedeni ise, küreselleşen dünya ekonomisinde esnek döviz kuru sistemlerinin ülkelerin uygulamış olduğu para politikalarında ülkelere rahatlık sağlaması gösterilebilir.

### **1.3. Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisi**

Döviz kurlarındaki değişimin yurtiçi fiyatlar üzerinde yarattığı etki geçiş etkisi ‘pass-through’ olarak adlandırılmaktadır. Pass-through, döviz kurlarında meydana gelen yüzdesel değişimin, ulusal para birimi cinsinden yurtiçi fiyatlarda meydana getirdiği yüzdesel değişimi ifade eder. Geçiş etkisi ticarete konu olan malların fiyatlarını ve toplam talebi de etkilemektedir. Bu etki sonucunda geçiş etkisi, ülkelerin ithalat ve ihracat oranlarının dalgalanmasına neden olmaktadır. Dücan ve Şentürk (2017, s.1) ise, ihracat ve ithalat oranlarının dalgalanmasını, ülkenin sahip olduğu yurtiçi üretim düzeyine ve döviz kuru dalgalanmalarına karşı ithal malların yurtiçi fiyatlarının değişmesine bağlamıştır.

Döviz kurlarındaki değişimler, yurtiçi fiyatları doğrudan veya dolaylı olarak etkileyebilir. Döviz kurlarının ulusal para birimine karşı değer kazandığı bir durumda, ithal malların yurtiçindeki fiyatlarının direkt olarak değişmesi doğrudan etkinin olduğu bir durumdur. Böyle bir durumda ithal mallarına olan talep de azalmaktadır. Doğrudan etkinin temel çıkış noktası, Tek Fiyat Kanunu ve Satın Alma Gücü Paritesi (SGP) yaklaşımlarıyla ilişkilidir<sup>1</sup>. Bu teorilere göre, iki ülke para birimlerinin oranına bağlı olarak geçiş etkisinin tam olduğu varsayılmakta ve döviz kurlarındaki değişim oranı yurt içi fiyatlara aynı oranda yansımaktadır. Böyle bir durumda doğrudan etki söz konusudur. Ters bir durumda ise, döviz kuru değişimleri sonucu bunun yurtiçi fiyatlar üzerine etkisi söz konusu olmayabilir. Burada ise, geçiş etkisi sıfır olmaktadır. Denklem 1.2 doğrudan geçiş etkisini yansıtmaktadır. Burada ER döviz kurunu, P\* ithal mal fiyatını, P ise ithal malın yurtiçi fiyatını yansıtmaları halinde;

$$P=ER.P^* \quad (1.2)$$

Burada ER döviz kurunu, P\* ithal mal fiyatını, P ise ithal malın yurtiçi fiyatını göstermektedir. Burada ise, geçiş etkisi sıfır olmaktadır. P\* sabit olduğu varsayımı altında; döviz kurlarının yükselmesi sonucu yurtiçi fiyatlar da döviz kurundaki yükselme oranı kadar artarsa, tam geçiş etkisi var demektir ve yurtiçi fiyatlar doğrudan etkilenmektedir. Öte yandan, döviz kurlarında değişim olmasına rağmen, bu değişim eğer yurtiçi fiyatlara yansımaz ise bu durumda geçiş etkisi yoktur. Bu varsayım Tek Fiyat Kanunu'nun temel çıkış noktasını yansıtmaktadır. Diğer yandan doğrudan geçiş etkisi Satın Alma Gücü Paritesi ile de ilişkilidir. Ancak döviz kurlarının fiyatlara geçiş etkisi, SGP' de kısa dönem ve uzun dönem arasında farklılıklar göstermektedir.

Döviz kurlarından yurtiçi fiyatlara geçiş etkisi dolaylı olarak da gerçekleşebilir. Ulusal paranın değer kaybetmesiyle, uzun dönemde yurtiçinde üretilen bir ürünün, ithal edilen ara malı ve teçhizatının maliyetlerinin döviz kurlarına bağlı olarak etkilenmesi sonucu bundan nihai malın fiyatı da etkilenir. Artan üretim maliyetleri neticesinde kar marjlarını korumak isteyen üretici, bu maliyet artışını fiyatlarına yansıtır. Bu ise, uzun dönemde fiyatlar genel düzeyinin yurtiçinde artmasına sebep olur. Bu süreç dolaylı etkinin bir sonucudur. Dolaylı etkide önemli olan etken toplam taleptir. Döviz kurlarının ulusal para birimi karşısında değer kazanmasıyla, yurt içinde ithal mallarına olan talep azalırken, döviz kurlarının ulusal para birimi karşısında değer kazanması sonucu, yurtiçi

---

<sup>1</sup> M. K. Gündoğdu (2013). Döviz kurunun fiyatlara geçiş etkisi: Türkiye çalışması. Türkiye İş Bankası. s.1. <https://ekonomi.isbank.com.tr/> (Erişim tarihi: 29.11.2017)

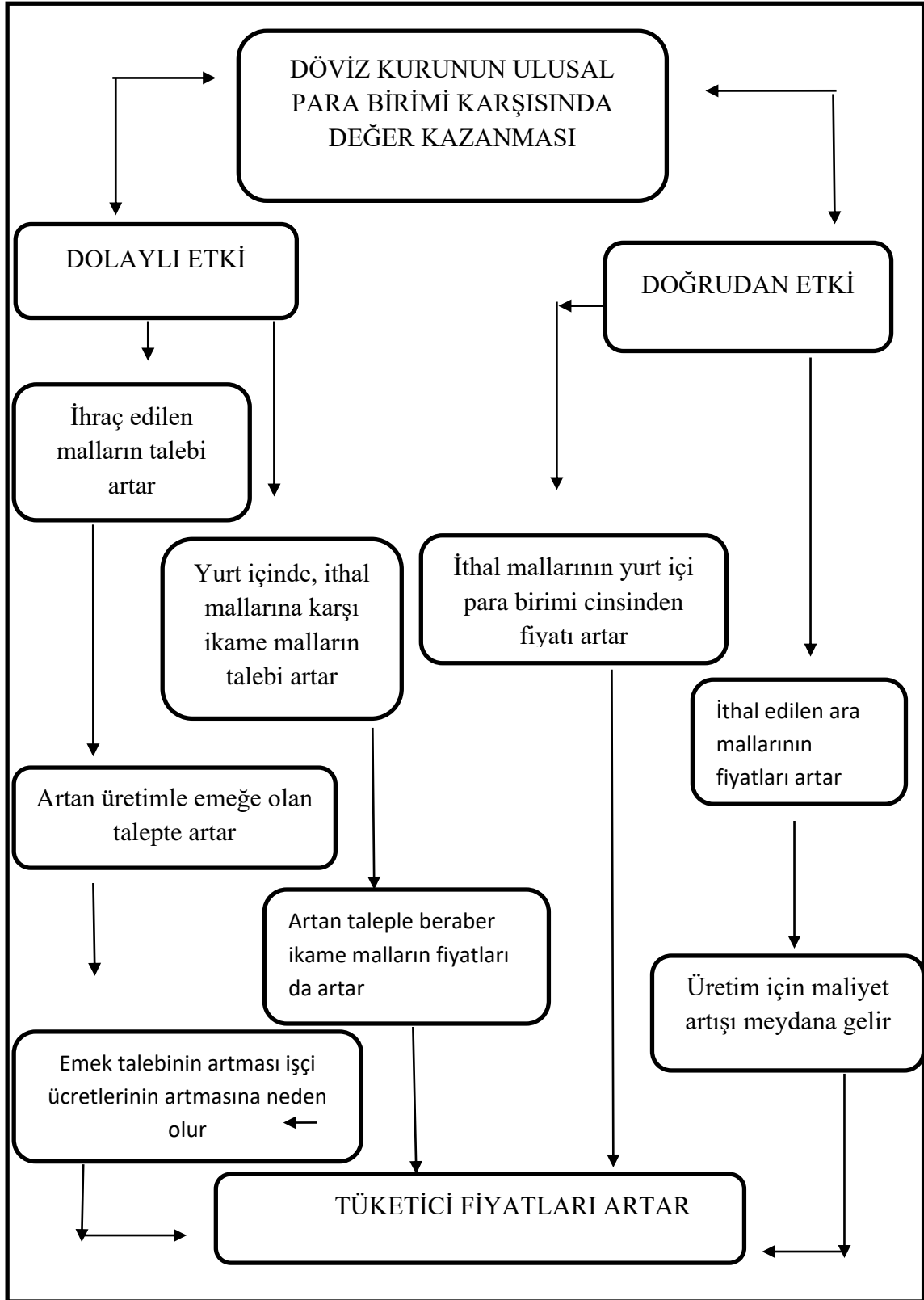
fiyatlar daha ucuz hale geldiği için ihraç mallarının hem iç talebi hem de dış talebi artar. Dış talebin artmasının nedeni, yabancı ülkedeki tüketiciler için yerli ülke mallarının görece olarak ucuzlamış olmasıdır. İhraç mallarına olan talebin artmasıyla birlikte, kısa dönemde çıktı düzeyini arttırmak ve talep miktarını karşılamak için iş gücüne olan talepte artar. Ayrıca talep miktarının artması fiyatların da yükselmesine neden olur. Kısa dönemde iş gücü fiyatları değişmediğinden<sup>2</sup> dolayı çıktı düzeyi artar. Bununla birlikte emeğe olan talepte artmaktadır. Ancak emek talebinin artması nominal fiyatların artmasına sebep olur. Bu ise, işçilerin reel ücretlerini azaltır. Uzun dönemde ise; işçiler nominal fiyatların artmasına karşın reel ücretlerin azalması sonucu emek arzlarını azaltırlar. Böylelikle uzun dönem fiyatlar genel düzeyi artmış, ancak emek arzı azaldığından dolayı çıktı düzeyi düşmüş olur. Bu durum, fiyatların artmasına dolayısıyla enflasyonist bir ortamın doğmasına sebep olmaktadır. Bunlara ek olarak gelişmekte olan ülkeler, üretimlerinin kısıtlı olması nedeniyle, ihtiyaçları doğrultusunda ithal mallarına yönelmektedirler. Yurtiçinde üretimi olmayan ya da üretimi için ara malı teçhizatı ithal edilmek zorunda olunan bir mal için döviz kurlarındaki artış, uzun dönemde gelişmekte olan ülkelerin cari açık sorunuyla karşılaşmalarına neden olmaktadır.

Geçiş etkisi; ülkelerin kendi ekonomik özelliklerine, gelişmişlik düzeylerine ve piyasa yapılarına göre de değişebilir. Ca' Zorzi, Hahn and Sánchez'e (2007, s.8) göre, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde geçiş etkisi gelişen ekonomilere oranla çok daha fazladır. Şöyle ki; gelişmekte olan bir ülkede rekabetçi bir ortam yoksa, firmalar döviz kurlarındaki değişimi direkt olarak ticarete konu olan malların yurtiçi fiyatlarına yansıtabilirler. Böyle bir durumda döviz kurlarının fiyatlar üzerine doğrudan bir etkisi söz konusudur. Dolayısıyla geçiş etkisi yüksektir. Diğer bir yandan firmalar rekabetçi koşullar altında çalışıyor ise, döviz kurlarındaki değişimi fiyatlarına tam olarak yansıtmak istemezler. Rekabetçi koşullar altında döviz kurlarındaki bu değişim oranını kar marjlerinden ikame ederek karşılarlar. Bunun nedeni ise piyasadaki paylarını korumak ve piyasa güçlerini ellerinde tutmak istemeleridir. Taylor'ın (2000, s.1393) belirttiği gibi, bu yaklaşımın temel çıkış noktası enflasyon oranlarının düşük olması durumunda döviz kuru geçişkenliğinin de yurtiçi fiyatlara yansımalarının kısmi ya da az olması görüşüne dayanmaktadır. Damar'ın (2010, s.10) açıklamış olduğu, döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisini şekil 1.1 yardımıyla da görebiliriz.

---

<sup>2</sup> Kısa dönemde daha öncesinden yapılan sözleşmelerden dolayı ücretler (işçi ücretleri gibi) değişmez.





Şekil 1.1. Döviz Kurlarından Yurtiçi Fiyatlara Geçiş Etkisinin Gösterimi (Damar, 2010, s.10)

Bu şekilde, döviz kuru değişimlerinin doğrudan ve dolaylı etkiye bağlı olarak yurtiçi fiyatlara yansımaları ve döviz kurlarında meydana gelen değişim sonucu, fiyatlar genel düzeyinin artışını göstermektedir.

### 1.3.1. Döviz Kurlarının Fiyatlara Geçiş Süreci

Döviz kurlarındaki değişimlerin fiyatlar üzerinde etkisini tam geçiş ya da kısmi geçiş etkisinde görebiliriz. ‘‘Döviz kurunun yükselmesi karşısında ihraç malları yabancı parayla aynı oranda ucuzlamış ve ithal mallarının fiyatları ulusal parayla aynı oranda yükselmişse tam geçiş etkisinden söz edilebilir (Seyidoğlu, 2007, s. 433).’’ Tam tersi bir durumda ise; döviz kurlarında meydana gelen yüzdesel değişim ticarete konu olan malların yurtiçi fiyatlarını değiştirmiyorsa burada geçiş etkisi sıfırdır denir. Döviz kurlarında meydana gelen değişim oranı ticarete konu olan malların fiyatlarında, bu değişim oranından daha az etkili olursa kısmi geçiş etkisinden söz edilir (Seyidoğlu 2007, s.433). Yani kısmi geçiş etkisi; döviz kuru değişim oranı %1’ken bunun yurtiçi fiyatlara yansımaya oranının %1’den daha düşük olmasıdır.

Döviz kurlarındaki değişimin yurtiçi fiyatlar üzerindeki etkisini görebilmek için örneğin; yabancı para biriminin (ABD Doları), yerli para birimi (Türk Lirası) karşısında değer kazandığı varsayımı yapıldığında; ithal mallarına olan talep azalırken, ihraç mallarına olan talep artar. İhraç mallarının talebinin artması ise, bu malların yurtiçi fiyatlarının artmasına neden olmakla birlikte, fiyatlar genel düzeyinin de artmasına, dolayısıyla da yurtiçi enflasyon oranlarının yükselmesine sebep olmaktadır. Bunu şekil 1.2 ile açıklamak istersek;

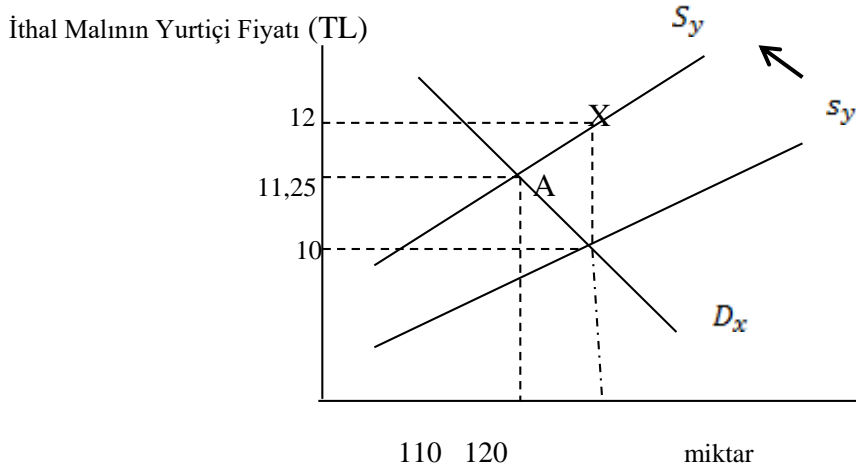
Şekil 1.2’de;

$D_x$ : yerli ülkenin, kendi para birimi cinsinden ithal malı talep eğrisi

$S_y$ : yabancı ülkenin, yerli ülkenin para birimi cinsinden ihraç malı arz eğrisini göstermektedir.

Bu iki ülke arasında döviz kuru 1\$=10TL’iken, bir birim ithal malın fiyatının 10 TL ve ithal edilen mal miktarının da 120 birim olduğu varsayımı altında, döviz kurunun yerli para karşısında %20 oranında değer kazanması durumunda 1\$=12TL olacaktır. Böyle bir fiyat artışı yabancı ülkenin, yerli para birimi cinsinden arz eğrisini sola kaydıracaktır. Bunun nedeni; Tüzün’e (2007, s.48) göre; ithal mallarının yerli para birimi cinsinden fiyatlarının artmasına ve yurtiçi talep miktarının azalmasına bağlı olarak yabancı üreticilerin gelirlerinin düşmesine sebep olmasıdır.

Yerli ülke, 120 birim mal ithal edebilmek için artık her bir mala 12 TL ödemek zorundadır. Bu durum ise yerli ülkenin, yerli para birimi cinsinden fiyatının artması nedeniyle, ithal malına olan talebini kısmasına sebep olur. Ayrıca döviz kurunun artması sonucu ithal mallarına olan talebin azalmasıyla birlikte yabancı üretici de üretimini kısar. Üretim kısıldığı için malın fiyatı artar. Yeni denge (A) noktasında oluşur ve her bir mal için fiyat 11.25 TL olur. Bu fiyattan artık yerli ülke ancak 110 birim mal ithal edebilir.



**Şekil: 1.2.** Döviz Kurundaki Değişimlerinin Yurtiçi Fiyatlara Etkisi (yerli ülkenin ithalat piyasası) (Alacahan, 2011, s.55)

Geçiş etkisi dönemler arası farklılık gösterebilir. Döviz kurlarındaki değişim sonucu geçiş etkisi kısa ve uzun dönemde aynı olmayabilir. Çünkü kısa dönemde miktar ayarlamalarının yapılması neredeyse imkânsız olduğundan nihai malların döviz kurundaki yüzdesel değişim yerel para birimi üzerinde doğrudan etkili olabilmektedir. Bu etkinin sonucunda yurtiçi fiyatlara tam geçiş etkisinden söz edilebilir.

Uzun dönemde ise, gerekli miktar ayarlamaları yapılabildiğinden geçiş etkisi azalarak sıfır ila bir arasında değer alabilir. Böyle bir durumda ise kısmi geçiş etkisinden söz edilir. Yukarıdaki grafikte anlatılan örnekte kısmi geçiş etkisi vardır. Uzun dönemde gerekli miktar ayarlamaları yapıldıktan sonra döviz kurunun %20 oranında değişmesine rağmen, bunun yurtiçi fiyatlara yansımaları %0.125 olmuştur. Ayrıca bu iki oranı birbirine bölerek döviz kurlarındaki değişimin yurtiçi fiyatlara hangi oranda yansıdığı da bulunabilir ( $\%20/\%0.125 = \%65^3$ ).

<sup>3</sup> Döviz kurlarındaki değişimin ticarete konu olan mallara yansımaları %65'tir. Geçiş etkisinin tam olması için değişim katsayısının 1 olması gerekir

Şekil 1.3’de ise yerli ülkenin ihraç mallarına olan arzın ve talebin değişimi gösterilmiştir. Yine burada da yerli ülkenin para biriminin yabancı ülke para birimi karşısında değer kaybı söz konusudur.

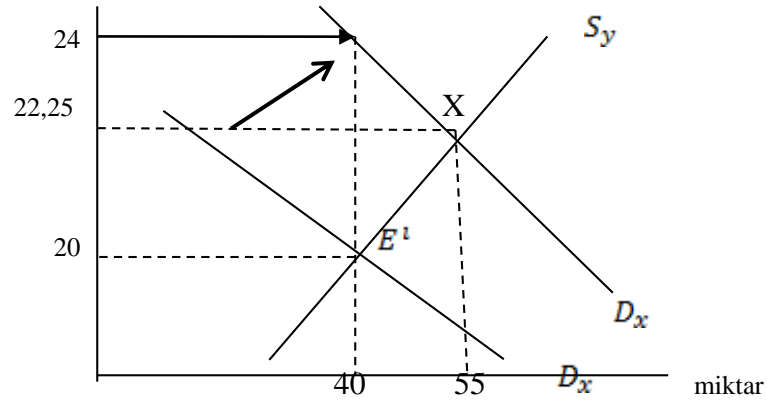
Şekilde,

$D_x$ ; Yabancı ülkenin, yerli ülkenin ihraç ettiği ürünlerine olan talep eğrisini

$S_Y$ ; ise yerli ülkenin üretmiş olduğu ihraç mallarının arz eğrisi

Yine döviz kuru eşitliği için  $1\$=10$  TL olduğu, ticarete konu olan malların yurt içi fiyat düzeyi  $P_Y = 20$  TL ve ihraç malının miktarı ise  $Q_y = 40$ ’e eşit olduğu varsayımı söz konusudur. Ulusal para biriminin yabancı para birimi karşısında % 20 değer kaybettiği varsayımı altında;  $1\$ = 12$  TL olacaktır. Döviz kurlarında meydana gelen değişimle beraber ihraç malının fiyatı artık 22,25 TL olur. Çünkü yerli para biriminin döviz kuru karşısında %20 değer kaybetmesiyle yabancı ülke adına yerli ülke ihraç mallarının döviz cinsinden fiyatı göreceli olarak ucuzlayacağı için yabancı ülkenin bu mallara olan talebi artar.

İhraç malı yurtiçi fiyatı (TL)



Şekil: 1.3. Döviz Kurlarındaki Değişimin Yurtiçi Fiyatlara Etkisi  
(yerli ülkenin ihracat piyasası) (Alacahan, 2011, s.55)

Böylece yabancı ülkenin, yerli ülke ihraç mallarına olan talep eğrisi  $D_x$  sağa kayacaktır. Ticarete konu olan ihraç mallarının talebinin artmasıyla beraber bu malların yurtiçi üretimi de (arzı) artacaktır. Yeni denge noktası X noktasında gerçekleşir. Verilen bu örnekte; döviz kurlarındaki değişmeye bağlı olarak yurtiçi fiyatlara geçiş etkisi,

kısmi geçiş etkisidir. Çünkü döviz kurlarında meydana gelen %20 oranında değişmeye rağmen bunun ihraç mallarına olan etkisi 0.125 seviyesinde gerçekleşmiştir (Şekil: 1.3).

Geçiş etkisine bağlı olarak, döviz kurundan yurtdışı fiyatlar üzerine geçiş etkisinin tam olduğu durumlarda, enflasyon hedeflemesinde istenilen sonucu almada zorluklarla karşılaşılabilir. Döviz kurlarındaki değişimle birlikte, geçiş etkisi ithal mallarının fiyatını, ulusal para birimi cinsinden değiştirir. Eğer döviz kurları artma eğilimindeyse yurtdışı fiyatlar da artar. Bu da sağlam bir ekonomik alt yapıya ve finansal derinliğe sahip olmayan ülkeler için bir sorun oluşturmaktadır. Çünkü geçiş etkisinin tam veya yüksek olduğu ülkelerde, ithal mallarının fiyatının artması, yurtdışında fiyatlar genel düzeyinin artmasına sebep olmaktadır.

Yine böyle bir durumda, ani fiyat dalgalanmaları meydana gelebilir. Ayrıca, bu ani fiyat dalgalanmalarının neticesinde enflasyon hedeflemesindeki bir ülke için hedeflenen enflasyon oranlarını yakalamada belirsizliklerin artmasına sebep olur. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesinde, hedeflenen enflasyon oranlarından uzaklaşılabilir. Bundan dolayı döviz kurunun geçiş etkisinin büyüklüğü enflasyon hedeflemesindeki bir ülke için bir hayli önem arz etmektedir.

Döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisinin yüksek olmasının Alacahan'ın (2011, s.54) belirttiği gibi, sadece kısa dönemde cari açığı azaltıcı bir etkisi vardır. Bu sonuç, yabancı para biriminin, yerli para birimi karşısında değer kazanması sonucu ithalatın azalıp, ihracatın artmasına bağlıdır. Öte yandan uzun dönemde yerli ülkenin ara malı ve teçhizat talebinin giderek artması durumunda tam tersi bir etki var olur ve uzun dönemde daha yüksek cari açık problemiyle karşılaşılır.

Döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisinin sıfır ya da kısmi olduğu durumlarda ise, yurtdışı fiyatları kontrol etme imkânı daha fazladır. Böyle bir olgu ülkelerin gelişmişlik düzeyleri, sahip oldukları finansal altyapı ve derinlikle de ilişkilidir. Döviz kurlarının yerli para birimi karşısında değer kazanmasıyla birlikte, kısmi geçişin var olduğu, geçiş etkisinin de az olduğu, varsayımı altında; oluşabilecek enflasyonist baskılara karşı yeterli finansal altyapıya ve derinliğe sahip ülke ekonomileri bu duruma karşı daha etkili para ve maliye politikaları sürdürebilirler. Ani fiyat dalgalanmalarının önüne geçerek para politikalarının etkinliğini arttırabilirler. Böylelikle enflasyon hedeflemesinde olan ülkelerin başarılı bir enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulamalarına olanak sağlanır.

Öte yandan yeterli finansal altyapıya ve derinliğe sahip olmayan ülkelerde; böyle bir durum karşısında ekonomik kırılmalıklar artmakta ve yurtiçi fiyatları kontrol etmekte zorluklarla karşılaşmaktadır. Bu ülkelerin fiyat istikrarını sağlayamamalarından dolayı para ve maliye politikalarının etkinliği azalmaktadır. Bununla birlikte döviz kurlarının değer kazanması uzun dönemde cari açık problemiyle de karşılaşılmasına neden olmaktadır. Bu ise; enflasyonla mücadelede de fiyat istikrarını sürdürmede ve hedeflenen enflasyon oranlarını yakalamada ülkelerin başarısız sonuçlar almasına sebep olmaktadır.

#### **1.4. Geçiş Etkisini Açıklayan Teoriler**

İktisat literatüründe döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisini açıklayan pek çok sayıda teori bulunmaktadır. Bu bölümde bu teorilerden bazıları ele alınacak ve döviz kurlarının yurtiçi fiyatları nasıl etkilediğinden bahsedilecektir.

##### **1.4.1. Tek Fiyat Kanunu**

“Tek fiyat kanunu, rekabetçi piyasalarda özdeş malların fiyatlarının farklı ülkelerde aynı para birimi cinsinden ifade edildiğinde eşit olmasıdır( Yıldırım vd. 2013, s.460).” Tek fiyat kanunu dış ticarete konu olan malları kapsamaktadır. Ayrıca, tek fiyat kanunu yaklaşımında nominal döviz kuru geçerlidir. Bu nedenle dış ticarete konu olan mallar, serbest piyasa koşulları altında döviz kuru ve yurtiçi fiyatlar arasındaki ilişkiyi gösterir. Bunun yanında tek fiyat kanunu, döviz kurundaki değişimlerin fiyatlara geçiş etkisinin tam olması durumunda geçerlidir.

Tek fiyat kanunu’nda ayrıca arbitraj işlemi de söz konusu olmaktadır (Yıldırım, Karaman ve Taşdemir, 2013, s.459). Arbitraj işleminin amacı riske girmeden bir malı ucuz piyasadan alıp aynı malı farklı piyasada kar elde etmek için aldığı fiyattan daha yüksek fiyatta satmaktır. Ancak arbitraj işlemiyle birlikte ucuza alınan mal, farklı piyasada pahalıya satıldıkça uzun dönemde piyasalar arasındaki fiyat farklılıkları ortadan kalkmakta ve arbitraj işlemiyle birlikte fiyatların eşitlenmesini sağlamaktadır.

Tek fiyat kanunu, yurtiçinde bulunan farklı piyasalar için açıklanabileceği gibi ülkeler arasındaki dış ticarete konu olan mallar için de açıklanabilir. Öncelikle, yurtiçinde farklı piyasalarda ticareti yapılan bir mal için; P malın fiyatını, C işlem maliyetlerini ve  $P^U$  da ticari malın yurtiçindeki ucuz piyasada var olan fiyatını yansıtmaması durumunda;

$$P = P^U + C \quad (1.3)$$

1.3' deki denklem malın diğer piyasadaki fiyatını yansıtmaktadır.

Diğer yandan; ülkeler arasında dış ticarete konu olan malların fiyatı belirlenirken ise Tek fiyat kanununun denklemi;

$P^D$  : Bir malın yurtiçi fiyatı,  $P^F$  : Bir malın yabancı ülkedeki fiyatı, ER: Döviz Kuru  
C:İşlem maliyetlerini göstermek üzere;

$$P^D = ER * P^F + C \quad (1.4)$$

Şeklinde yazılır.

Yabancı ülke para biriminin ABD Doları (\$) ve yerli para biriminin Türk Lirası (TL) olarak alındığı ve ayrıca 1\$= 2TL olduğu, bununla birlikte; dış ticarete konu olan malın yabancı ülkedeki fiyatının 100\$, yerli ülkedeki fiyatının ise 150TL'ye olduğu olması varsayımı altında; ticareti yapılan malın yerli ülkedeki fiyatı 75\$'a eşit olacaktır. Bu durumda, bu malı yerli ülkeden almak daha karlıdır. Böyle bir durum arbitraj işlemi yapanlar için 25 birim yabancı para cinsinden kazanç sağlamakta olup, bu malları yerli ülkeden alıp yabancı ülkede satmak istemelerine yol açar. İki ülke arasında fiyat farkları ortadan kalkıncaya kadar arbitraj işlemi devam eder.

Tek fiyat kanununun; ulaşım masraflarının ve ülkeler arasındaki ticareti engelleyen kotaların olmaması, ticareti yapılan malların aynı kalitede ve aynı olması gerekliliği, işlem maliyetlerinin göz ardı edilmesi gibi varsayımlar içermesinden dolayı gerçek hayatta kullanımı oldukça zordur.

#### 1.4.2. Satın Alma Gücü Paritesi

Satın alma gücü paritesi (SGP), tek fiyat kanununun mal piyasalarına uygulamasıdır. Tek fiyat kanununda tek bir malın fiyatından söz edilirken, satın alma gücü paritesinde bir mal sepetinin içindeki tüm malların fiyatlar genel düzeyinden bahsedilir. Bu bağlamda satın alma gücü paritesi; belli bir mal sepeti içerisinde, yalnızca ticarete konu olan ve ticaret engeli bulunmayan, ülke para birimlerinin tek bir döviz kuru cinsinden fiyatının belirlenmesidir. Yani bir ülke parasının satın alma gücünün diğer ülke parasının satın alma gücüne oranı olarak tanımlanabilir.

Fiyatlar ve döviz kuru arasında var olan ilişki SGP'nin ana temel noktasıdır. SGP esnek döviz kuru sisteminde geçerlidir. Buna bağlı olarak SGP'ye göre, ülkeler arasında yaşam maliyetlerini eşitleyen bir döviz kuru belirlenir.

SGP genellikle ikiye ayrılmaktadır. Bunlardan bir tanesi mutlak satın alma gücü diğeri ise göreceli satın alma gücüdür (Manzur, 2002, s.11). Mutlak satın alma gücü;

lkeler arasındaki fiyatlar genel düzeyi göz önüne alındığında, fiyatların farklı para birimiyle açıklanıp eşit olması gerektiğini açıklamaktadır.

Mutlak satın alma gücü, nominal döviz kurunun bir başka versiyonu olarak gösterilebilir. Nominal döviz kurunun kullanılmasının sebebi ise; döviz kurundaki bir değişmenin fiyatlardaki değişmenin sonucu olacağı varsayımdır. Bu varsayım; lkelerarasında ticareti yapılan malların fiyatlarının, her iki ülkede de aynı olacağını açıklar. Bu bağlamda, mutlak satın alma gücü paritesi'nin matematik gösterimi;

$P_D$  = yurtiçi fiyat düzeyini,  $P_F$  = yurtdışı fiyat düzeyini ve ER= nominal döviz kurunu ifade etmektedir.

$$P_D = ER \times P_F \quad (1.5)$$

şeklinde-dir.

Bu denklem bize mutlak satın alma gücü paritesini vermektedir. Denklem 1.5'de yurtiçi fiyat düzeyinin, nominal döviz kuru ve yurtdışı fiyat düzeylerine göre belirlendiğini göstermektedir. Ayrıca bu denklemde, her iki tarafı yurtdışı fiyatlara bölerek nominal döviz kurunu da hesaplanabilir. Yine bu denklemde hareketle yurtiçi fiyatlar, yurt dışı fiyatlara göre ne kadar yüksek olursa nominal döviz kurunun da o kadar yüksek olacağı sonucu çıkarılır.

Bu teoriye göre; 1\$ = 2TL ise, yabancı ülkede 5 olan bir malın fiyatının yurtiçi fiyatının 10TL olması gerekmektedir. Bu durumun geçerli olması halinde iki ülkede satın alma maliyetleri aynı olur. Bu satın almayı eşitleyen döviz kuru ise, 1 birim yabancı paranın 2 birim yerli paraya eşit olmasıdır. Yabancı ülkede bu mal iin 1 dolar ödenirken; aynı mal iin yurtiinde 2 TL denmesi gerektiğini açıklar. Ayrıca SGP paranın hangi miktarda mal satın alabileceğini ifade etmektedir.

Uslu vd., (2013. s, 45) satın alma gücü paritesinin günlük kullanımının g olduğunu ve uzun dönemde bile geerleşmesinin zor olduğunu vurgulamışlardır. nk lkeler fiyatlarını açıklarken farklı fiyat endeksleri kullanabilmektedirler. Buna karşın, ülkeler aynı fiyat endekslerini kullansalar bile bunların oluşturduğu mal sepetlerinin ağırlıkları birbirinden farklı olabilir. Aynı malların kaliteleri birbirinden farklılık gösterebilir. Bundan dolayı mutlak satın alma gücü paritesinin kullanımı zordur. Öte yandan mutlak satın alma gücü paritesinin, ülkelerin uygulamış olduğu gümrük vergileri, işlem maliyetleri, dış ticarete engelleyici kotalar gibi etkenlerden dolayı geek hayatta uygulanması, tek fiyat kanununda olduğu gibi nerdeyse imkânsızdır.



Göreceli satın alma gücü paritesi ise; “herhangibi bir periyotta iki para birimi arasındaki döviz kurunda meydana gelen yüzde değişimin, ülkelerin kendi fiyat düzeylerindeki yüzde değişimler arasındaki farka eşit olduğunu ifade eder. (Yıldırım, Mercan ve Kostakoğlu, 2013, s.77).” Burada döviz kuru dengesinin, ülkeler arasındaki enflasyon farkına göre belirleneceği söylenmektedir.

Göreceli satın alma gücü paritesi, mutlak fiyatlardan çok ülkeler arasındaki fiyatlar genel düzeyindeki değişimleri yansıtmaktadır. Yani döviz kurlarında meydana gelen yüzdesel değişim sonucu, fiyatlar genel düzeyindeki değişim oranlarını yansıtır. Ülkeler arasındaki fiyatlar genel düzeyleri arasındaki farklılık, ülkelerin göreceli satın alma gücü paritelerini ortaya çıkaracaktır. Buna göre; iki ülke arasında enflasyon oranının yüksek olduğu ülkenin para birimi, enflasyon oranı düşük olan ülkenin para birimi karşısında enflasyon oranı farkı kadar değer kaybetmeli ve döviz kurlarındaki yüzdesel değişime eşit olmalıdır. Burada belli bir periyotta ER döviz kurlarını yansıtırken,  $P^D$  yerli ülkedeki fiyatlar genel düzeyini,  $P^F$  yabancı ülkedeki fiyatlar genel düzeyini yansıtmaktadır.

$$\frac{ER_1 - ER_0}{ER_0} = P^D - P^F \quad (1.6)$$

Denklem (1.6) bize ülkelerarasındaki enflasyon oranını vermektedir. Buradan hareketle birlikte;

$\pi^d$ : yurtiçi enflasyon oranı,  $\pi^f$  yurt dışı enflasyon oranını ifade etmek üzere;

$$\Delta \frac{ER}{ER} = \pi^d - \pi^f \quad (1.7)$$

Bu formül ise, denklemin sağlanabilmesi için enflasyon oranının yüksek olduğu ülkenin para biriminin, enflasyon oranının düşük olduğu para birimi karşısında, enflasyon farkı kadar değer kaybetmesi gerekliliğini göstermektedir. Bununla birlikte, göreceli satın alma gücü paritesinde enflasyon oranıyla ülke para birimi arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır (Öztürk ve Bayraktar, 2010, s.165). Bu bakımdan dengenin sağlanabilmesi için enflasyon oranı yüksek olan ülkenin para birimi değer kaybetmelidir.

Mutlak satın alma gücü paritesinin uygulamasını zorlaştıran etkenlerin hepsi göreceli satın alma gücü paritesi içinde geçerlidir. Fakat bazı durumlarda bu, farklılık gösterebilmektedir. Şöyle ki; iki ülkede kullanılan fiyat endekslerini aynı ve sabit olduğu varsayımı altında, fiyat değişimleri ülkelerin enflasyon oranlarına yansır ve

ülkeleri kıyaslama olanağı sağlar. Böyle bir durumun söz konusu olması hem mutlak hem de göreceli satın alma gücü paritesini geçerli kılar. Göreceli satın alma gücü paritesinin uzun dönemde geçerli olduğu varsayılmaktadır<sup>4</sup>. Bunun nedeni ise; döviz kurlarındaki değişim sonucu bunun fiyatlara geçiş etkisinin hemen olmaması ve zamanla döviz kuru değişimlerinin yurtiçi fiyatlara yansımalarıdır.

### 1.4.3. Portföy Dengesi Yaklaşımı

Portföy dengesi yaklaşımının döviz kurlarıyla olan ilişkisinin ana çıkış noktası; parasalcı yaklaşımın döviz kuru dengesini açıklarken yalnızca stok değişkenleri kullanması olmuştur. Bu bakımdan portföy dengesi yaklaşımı, parasalcı yaklaşımın değinmediği döviz kuru dengesini açıklamaya çalışmaktadır. Dolayısıyla portföy dengesi yaklaşımı, döviz kuru dengesini açıklarken stok değişkenlerin yanı sıra yurt içi ve yurt dışı finansal varlıkları da eklemektedir.

Bu yaklaşımda döviz kuru dengesinin, finansal varlıkların yabancı para birimi cinsinden oluşan arz ve talebine göre belirlendiğini ifade etmektedir Atış (2008, s.64). Ayrıca bu yaklaşıma göre yatırımcılar, hem yerli hem de yabancı para ve finansal varlıkları<sup>5</sup> kullanarak portföylerini oluşturabilirler. Böylece yatırımcılar, tercihleri doğrultusunda oluşturdukları portföyleri nedeniyle döviz kuru dengesini etkilerler. Para piyasalarında geçerli olan portföy teorisinde, yurtiçi finansal varlıklarla yurtdışı finansal varlıklar arasında ikame oranı tam değildir.<sup>6</sup>

Öztürk ve Bayraktar'ın (2010), portföy yaklaşımını; döviz kurlarında ve cari dengede meydana gelen dengesizliklerin nasıl giderileceğini, bunun yanı sıra döviz kuru dengesinin sağlanması için merkez bankasının neden döviz kurlarına müdahale etmesi gerektiğini ortaya koyan bir yaklaşım olarak tanımlamaktadır.

Bu teori, stok değişken teorileri<sup>7</sup> arasında yer almaktadır. Yine bu yaklaşıma göre döviz kuru dengesi ve cari denge, finansal varlıkların birbirleriyle etkileşimi sonucu belirlenmektedir (Bölükbaş, 2008). Bu karşılıklı etki neticesinde döviz kurları doğrudan etkilenmekte ve yeni döviz kuru dengesi oluşmaktadır.

---

<sup>4</sup> Akademik çalışmalarda farklı görüşler olmasına karşın genel kabul görmüş durum; göreceli satın alma gücü paritesinin uzun dönemde uygulanabilirliğini ifade etmektedir.

<sup>5</sup> Tahvil, hazine bonosu, hisse senedi, altın, döviz vs.

<sup>6</sup> A. G. Atış (2008). Türkiye'de denge döviz kurunun belirlenmesinde portföy yaklaşımı. Yüksek lisans Tezi İzmit: Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı. s. 52

<sup>7</sup> Stok değişken teorisi literatürde; durağan değer olarak adlandırılır. Para ve sermaye hareketleri sonucu bu değişkenlerin stoklarında meydana gelen değişimleri açıklayan teorileridir.

Portföy dengesi yaklaşımında risk faktörü önemli bir unsurdur. Bu açıdan portföy dengesi yaklaşımında yatırımcılar, yatırım kararlarını alırken kar oranlarını arttırmak, geleceklerini güvence altına almak ve oluşabilecek herhangi bir olumsuz durum karşısında varlıklarını tek bir finansal varlığa yatırım yapmak yerine bunu çeşitli varlıklara dağıtarak risk unsurlarını en aza indirmek isterler. Öte yandan risk unsuru, yatırımcıların yapacak oldukları yatırım kararlarını doğrudan etkilediği için finansal piyasaların işleyişi ve döviz kurunun dengesi adına da önemi oldukça fazladır.

Yatırımcıların portföylerini oluştururken, risk unsurlarından kaçınmak istemelerinden dolayı genellikle yatırımlarını yabancı finansal varlıklar üzerine yapmak isterler. Bunun nedeni olarak; yurt içinde yatırımı yapılan varlıkların yerli ülkede oluşabilecek olumsuzluklar karşısında bu finansal varlıkların fiyatlarının doğrudan etkilenecek olmasıdır. Böyle bir durum karşısında; yatırımı yapılan finansal varlıkların getirilerinin azalması beklenir. Yabancı varlıklara yatırım yapılması durumunda ise, yerli ülkede oluşabilecek olumsuzluktan etkilenmeyeceği için risk unsuru da yerli ülkeye göre daha az olmaktadır. Ancak yabancı varlıklara yatırım Kardaşlar'a (2015, s.45) göre, yatırımcıların genel portföyleri üzerine riskleri arttırmaktadır. Bunun nedeni ise, kur değişimlerinin bilinmiyor olmasıdır. Böyle bir durumda, kur riskinden dolayı yatırımcıların risk primi de artmış olur. Buna bağlı olarak, talep ettikleri gelirleri de gelecekteki kur riskine göre artmaktadır. Ayrıca yabancı finansal varlıklara yatırım, faiz oranının yüksekliği ile de doğru orantılıdır. Yani faiz oranının yüksek olması risk primini de arttırmaktadır. Faiz oranlarının diğer ülke faiz oranlarına göre yüksek olması ülkenin sahip olduğu kırılganlığın artabilecek olması anlamına geldiğinden, yatırımcıların daha fazla kar elde etmesini sağlamak istemeleri dolayısıyla faiz oranlarının yüksekliği artan risk primiyle beraber yatırım kararları üzerinde doğrudan etkili olabilmektedir.

Portföy dengesi yaklaşımının kısa dönemde işleyişi şu şekilde açıklanabilir: Yerli ülkedeki merkez bankası tarafından yürütülen para politikası uyarınca, merkez bankasının finansal varlık satışı yaptığı varsayımı altında; yerli ülkedeki para arzı azalır. Para arzının azalması yurt içi faiz oranlarının artmasına neden olmaktadır. Artan faiz oranlarıyla beraber yatırımcılar yerli ülkede, yabancı ülkeye göre, nispeten ucuzlayan finansal varlıklara yatırım yapmaya başlarlar. Bunun nedeni olarak finansal varlıklardan bir tanesi olan tahvil fiyatlarıyla faiz oranları arasındaki ters orantı gösterilebilir. Faiz oranları arttığı zaman tahvil fiyatları düşer. Bununla beraber yabancı ülkedeki

yatırımcılarda yerli ülke finansal varlıklarına olan talebini arttırmaları. Artan taleple beraber faiz kanalı yoluyla yerli ülkeye sermaye akımları da hızlanır. Artan sermaye akımları ve faiz oranının eskiye göre artması sonucunda, yerli ülke parası yabancı ülke parası karşısında değerlenmeye başlar. Bu süreç sonunda döviz kuru dengesi daha önceki döviz kuruna göre daha düşük bir seviyede gerçekleşir. Ancak faiz oranı; daha önceki dönem faiz oranına göre artmış durumdadır. Kısa dönemde gerçekleşen bu değişim döviz kurları üzerinde doğrudan etkilidir. Buna ek olarak kısa dönemde döviz kuru dengesi, yatırımcıların risk unsuruna karşı tutumları ve gelecek hakkındaki varsayımlarına göre belirlenmektedir. Merkez bankası tarafından gerçekleştirilen para politikası stratejisinin döviz kurlarındaki uzun dönem etkisi ise; uygulanacak olan para politikalarına bağlı olarak faiz kanalıyla, ödemeler bilançosu üzerinde etkili olunmasıdır. Buna göre, merkez bankası tarafından uygulanan para politikalarına bağlı olarak finansal varlıklardaki artış veya azalışına uzun dönemde döviz kuru dengesi belirlenmektedir.

Portföy dengesi yaklaşımında, yatırımcılar almış oldukları risk unsuruna göre servetini paylaşırlar. Yine bu yaklaşıma göre, yatırımcıların servetleri belirli bir zaman aralığında sabit kabul edilmektedir. Bu bağlamda yatırımcıların sahip oldukları servet (W); yerli para miktarı (M) finansal varlıkların yerli para birimi cinsinden değerleri (B) ve yabancı finansal varlıkların yerli para birimi cinsinden değerleri (F.ER) toplamından oluşur.

$$W = M + B + F.ER \quad (1.8)$$

Yerli para miktarı:  $M = m(i, i^* + e^*, W)$

Yerli parayla ifade edilen finansal varlıklar:  $B = b(i, i^* + e^*, W)$

Yabancı parayla ifade edilen finansal varlıklar:  $F.ER = f(i, i^* + e^*, W)$

Bu denklem bize; yatırımcıların sahip oldukları servet dengesini vermektedir. Burada (i) yurt içi faiz oranlarını yansıtmaktadır. Dolayısıyla yatırımcıların ellerinde buldukları yerli para miktarının, yerli ve yabancı finansal varlıkların yerli para birimi cinsinden değerlerinin faiz oranlarındaki değişikliklerden etkilendiğini göstermektedir. Ayrıca denklem; yatırımcıların portföylerini nasıl şekillendireceklerine döviz kurunun beklenen değerine ( $e^*$ ) ve yurtdışı faiz oranlarına ( $i^*$ ) bağlı olarak belirleyeceklerini yansıtmaktadır. Buna göre; yatırımcıların yabancı parayla ifade edilen

finansal varlıklara olan talepleri yurtiçi faiz oranları düştüğünde ve yurtdışı faiz oranları arttığında yükseldiğini bunun yanında, yerli parayla ifade edilen finansal varlıklara olan talebin ise, yurtiçi faiz oranları arttığında ve aynı zamanda yurtdışı faiz oranı düştüğünde arttığını göstermektedir. Öte yandan yabancı parayla ifade edilen finansal varlıklara talebin ise; hem yurtdışı faiz oranına hem de döviz kurunun beklenen değerine bağlı olduğunu yansıttığı sonucuna varılabilir.

Bu bağlamda servet etkisinden hareketle döviz kuru dengesi için;

$$E = (i, i^*, r, r^*) W/B \quad (1.9)$$

Denklem (1.9)'da bize döviz kuru, çeşitli ulusal ve yabancı finansal varlık piyasalarının dengeye gelmesini sağlayan fiyat olarak ifade edilmektedir.<sup>8</sup> Kısa dönemde oluşan döviz kuru dengesinin yatırımcıların almış oldukları risk unsuruyla beraber portföylerini hangi yönde şekillendireceklerine bağlı olduğunu göstermektedir.

#### 1.4.4. Faiz Paritesi Kavramı

Küresel finansal piyasalarda, günlük işlem hacimlerinin büyümesiyle beraber, ülkeler arasındaki sermaye hareketleri de hızlanmıştır. Artan işlem hacmiyle birlikte sermaye hareketlerinin yönü, döviz kurlarının belirlenmesinde etkili olmaktadır.

Döviz kuru, döviz arz ve talebine göre belirlenirken, bu teori döviz kurlarının denge düzeyinin; sermaye hareketlerinin yönü ve ülkeler arasındaki faiz oranı farklarıyla belirlendiğini açıklamaktadır.

Faiz Paritesi Kavramı (FPK); ülkeler arasındaki döviz kurları ve faiz oranlarıyla ilişkilidir. FPK'nin temel çıkış noktası ise tek fiyat kanunudur. Tek fiyat kanununa göre; işlem yapılan finansal varlıklar aynı risk oranına sahip olup, getirileri iki farklı ülkede de aynıdır. Faiz paritesi yaklaşımında da finansal varlıklar arasında tam ikame söz konusudur. Bu bağlamda, yatırımcıların yatırım kararları almasında ve döviz kuru dengesinin belirlenmesinde ülkeler arasındaki faiz oranları farkı etkili olmaktadır (Alptekin ve Volkan, 2016, s.134).

FPK' de finansal varlıklar vadeli piyasalarda işlem görür. Ülkeler arasındaki faiz oranlarının değişimi bu varlıkların fiyatları üzerinde doğrudan etkili olmaktadır.

---

<sup>8</sup> A.Kardaşlar (2013). Döviz kuru ile makroekonomik büyüklükler arasındaki ilişki: Türkiye üzerine bir uygulama. Yüksek Lisans Tezi. Adana: T.C. Çukurova Üniversitesi s.46

Bununla birlikte ülkeler arasındaki faiz oranı farkına göre değişen döviz kuru dengesi de finansal varlıkların fiyatları üzerinde ayrıca etkilidir.

Faiz Paritesi kavramı; iki ülke arasında faiz oranının yüksek olduğu ülkenin para biriminin, ülkeler arasında var olan faiz oranı farkı kadar değer kaybetmesi gerekliliğidir. Böylece ülkeler arasında finansal varlıkların getirileri de eşitlenebilmektedir (Seyidoğlu, 2007, s.350).

Finansal varlıklara yatırım yapan bireyler veya kurumların temel amaçları bu araçlardan kar elde etmektir. Küreselleşen dünya ekonomisinde aynı varlıkların farklı ülkelerdeki getirilerinin de farklı olması, kar elde etmek isteyen yatırımcıları da harekete geçirmektedir. Bir finansal varlığı ucuz olan piyasadan alıp onu farklı piyasada, kar elde etmek için aldığı fiyattan daha yüksek bir fiyata satmak arbitrajcıların ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

Arbitrajcıların temel amaçları, riske girmeden finansal varlıklardan kar sağlamaktır. Arbitraj işlemini gerçekleştiren yatırımcı düşük piyasadan aldığı finansal bir varlığı, kar elde etmek için bir başka piyasada sattığında, piyasalar arası fiyat farklılıklarını ortadan kaldırmakta ve fiyat eşitliğinin oluşmasını sağlamaktadır.

Faiz arbitrajı ise; kısa vadeli piyasalarda işlem gören finansal varlıklarla ilişkilidir. Buradaki amaç; yatırım yapılan varlığın faiz getirisinden yararlanırken vade sonunda döviz kuru değişimlerinden zarar etmeden yatırım yapılan işlemde kar elde edebilmektir.

Bayraktar, Öztürk'ün (2010, s.176) belirttiği gibi; faiz paritesi yaklaşımında finansal varlıkların getirilerinin aynı olabilmesi için, faiz oranı düşük olan ülkenin para birimi, faiz oranı farkı kadar, değer kazanırken; faiz oranı yüksek olan ülkenin para birimi ise bu fark kadar değer kaybetmektedir.

FPK'nin iki farklı yorumu bulunmaktadır. Bunlardan bir tanesi güvenceli faiz paritesi kavramı, diğeri ise güvencesiz faiz paritesi kavramıdır. Hem güvenceli faiz paritesi hem de güvencesiz faiz paritesi kavramları iki finansal varlığın getirilerinin aynı olması gerektiğini açıklamasına rağmen bu iki kavramın yorumlanması birbirinden farklıdır.

#### 1.4.4.1. Güvenceli Faiz Paritesi Kavramı

Güvenceli faiz paritesi kavramı; uluslararası piyasada faiz oranları farkından yararlanmak isteyen yatırımcıların, yatırımları esnasında oluşabilecek kur riskinden korunmak istemeleridir.

Esnek kur sistemleri ani döviz kuru dalgalanmalarının yaşanabilmesine olanak sağlamaktadır. Bundan dolayı oluşabilecek kur dalgalanmalarına karşı yatırımcılar vadeli döviz kuru piyasasında işlem yaparak bir nevi kendilerini garantiye almaktadırlar.

Güvenceli faiz paritesi yaklaşımını açıklamak için; yurt içinde yerleşik bir yatırımcının olduğu ve yabancı ülkede faiz oranlarının yerli ülkeye göre daha yüksek olması varsayımı altında; yatırımcının amacı daha fazla kar elde etmek olduğundan faiz oranı daha yüksek olanı tercih edecektir. Faiz getirisinin yüksek olması ise, risk unsurlarının da yüksek olması anlamını taşımaktadır. Böyle bir durumda yurt içinde yerleşik bir yatırımcı, yabancı para cinsinden yatırım yapmak istediğinde, elinde bulundurduğu yerli para birimindeki finansal varlığı yabancı para birimine dönüştürerek uluslararası faiz oranından faydalanıp faiz getirisi elde edebilir. Ancak; yabancı para birimine çevrilen varlıklar; yabancı ülkede yatırımı yapıldıktan sonra vade bitiminde tekrar yerli ülke para birimine çevrilir. Burada önemli olan nokta ise; finansal varlığın alındığı tarihle, bu varlığın tekrar yerli para birimine dönüştürüldüğü tarihteki döviz kuru farkıdır. Çünkü yatırımcı faiz gelirinden yararlanmak isterken, döviz kurlarının faiz oralarından daha fazla artması, yani yatırımcının yatırım yaptığı ülke parasının döviz kurları karşısında mevcut faiz oranlarından daha fazla değer kaybetmesi durumunda istediği kar oranını elde edemeyecek olmasıdır. Böyle bir durumdan kaçınmak için, vadeli döviz kuru piyasasından yararlanır. Döviz kurlarından doğan net kar azalışı ve hatta bazı durumlarda zarar edilebilmesinin önüne geçmek için vadeli döviz kuru anlaşması yapılarak bu süreçte döviz kuru sabitlenir. Böylece oluşabilecek döviz kuru zararından kaçınılmış olunur. Bu uygulama literatürde güvenceli faiz arbitrajı olarak adlandırılmaktadır. Ancak güvenceli faiz arbitrajında da sabitlenen döviz kurunun vade sonundaki döviz kurundan daha düşük olmasında ise, yine net kar oranında bir düşme söz konusu olabilecektir.

Yatırımcının istediği faiz getirisini elde edebilmesi için; döviz kurlarının ulusal para birimi karşısında değer kazandığı ya da değer kaybettiği oranları iyi tahmin edebilmesi gerekmektedir. Yani iki ülke arasındaki faiz oranlarına bağlı olarak faiz

oranının yüksek olduğu bir ülkeye yatırım yapan bir yatırımcı, vade sonunda kendi ülke para biriminin değer kaybetmesi durumunun söz konusu olması durumunda istediği kar oranını elde edemeyebilecektir. Eğer yatırım yapılan ülke para biriminin döviz kuru karşısında oluşan değer kaybı iki ülke arasındaki faiz oranından yüksekse bu durumda finansal varlıklara yatırımı yurt içine yapmak kar kazancını arttıracaktır.

$i_d$  = Yerli ülkedeki faiz oranı,  $i_f$  = Yabancı ülkedeki faiz oranı, S= spot döviz kuru<sup>9</sup>, F= beklenen döviz kurunu ifade etmek üzere;

Yerli yatırımcı, vade süresinin bir yıl olduğu bir finansal varlığın kendi ülkesinde yatırımını yaparsa vade sonunda kazanacağı tutar  $(1 + i_d)$ 'tir. Ancak elindeki yerli parasını yabancı paraya çevirip o ülkenin piyasasına da yatırabilir. Bunun neticesinde ise vade sonunda kazanacağı yabancı para miktarı da  $(1 + i_f)$  olacaktır. Yatırımcı yerli ülkede yaşayan biri olduğundan elde etmiş olduğu kazancı tekrar yerli ülke parasına çevirip ülkesine getirecektir. Bu durumda anında teslim kuru olan spot kuruyla her bir yerli paranın yabancı para karşılığı  $1/S$  olduğundan vade sonunda elde edeceği getiri  $(1 + i_f) / S$  olacaktır.

Burada dikkat edilmesi gereken husus, dönem sonunda döviz kurunun alacağı tahmini değer bilinmediğinden, herhangi bir zarara uğramadan, kur riskinden korunarak net kar oranını yakalamaktır. Bu yüzden elde edilen yabancı para miktarı, daha öncesinden anlaşması yapılan ve belirli bir vade için geçerli döviz piyasasında satımı yapılır. F vadeli döviz kurunu gösterdiğinden  $(1 + i_f).F / S$  olmak üzere kur riskinden korunmuş olunur.

Buradan hareketle güvenceli faiz paritesi kavramının matematiksel olarak gösterimi ise;

$$(1 + i_D) = (1 + i_Y).F/S \quad (1.10)$$

$$S.(1 + i_D) = (1 + i_Y).F \quad (1.11)$$

$$i_d - i_f = \frac{F - S}{S} \quad (1.12)$$

(1.13)'nolu denklem bize güvenceli faiz paritesini ve denge döviz kurunu göstermektedir. Bu işlem iki ülke arasındaki finansal varlıkların getirilerinin ve faiz arbitrajının ortadan kalkıncaya kadar devam edeceğini açıklamaktadır.

<sup>9</sup> Bir para biriminin diğer para birimi karşısındaki anlık değeri.



#### 1.4.4.2. Güvencesiz Faiz Paritesi Yaklaşımı

“Güvencesiz faiz paritesi yaklaşımı, iki ülke arasındaki faiz oranı farkına göre faiz oranı yüksek olan ülkenin yerli parasının bu fark kadar değer kaybetmesi gerektiğini ifade etmektedir (Yıldırım, Karaman ve Taşdemir, 2013).” Güvencesiz faiz paritesinin temel noktası; iki ülke arasındaki faiz oranları farkının beklenen döviz kuruna eşit olmasıdır. Günay ve Tunalı'nın (2017, s.38) belirttiği gibi güvencesiz faiz paritesi yaklaşımı; faiz oranı yüksek olan ülkenin para biriminin faiz oranı farkı kadar değer kaybetmesi, diğer yandan ise faiz oranı düşük olan ülke para biriminin faiz oranı farkı kadar değer kazanması olarak açıklanır.

Güvencesiz faiz paritesi yaklaşımında sermaye hareketlerinde herhangi bir kısıtlama söz konusu değildir. Ayrıca yatırımcıların rasyonel beklentiye sahip oldukları, bunun yanı sıra risk unsurunun göz önüne alınmadığı, yani yatırımı yapılan finansal varlığın iki ülke arasında aynı risk ve işlem maliyetinin olduğu ifade edilmektedir. Bu da arbitraj işlemlerinin artması anlamına gelmektedir. Güvencesiz faiz paritesinde piyasalar etkindir. Diğer bir ifadeyle döviz kurları tam bilgiyi yansıtırlar. Döviz kurlarının tam bilgiyi yansıtmasıyla, gelecek dönem döviz kurları hakkında belirsizlik yaşanmayacağı ve beklenen döviz kuru dengesinin biliniyor olacağı savunulmaktadır. Tam bilgi kabulü altında, gelecek dönemde spot kurlarıyla forward kurları arasında bir denge söz konusu olduğu varsayımına ulaşılabilir.

Bu bağlamda güvencesiz faiz paritesi yaklaşımı;

$$F = E(S_{t+1}) \quad (1.13)$$

Şeklinde gösterilir.

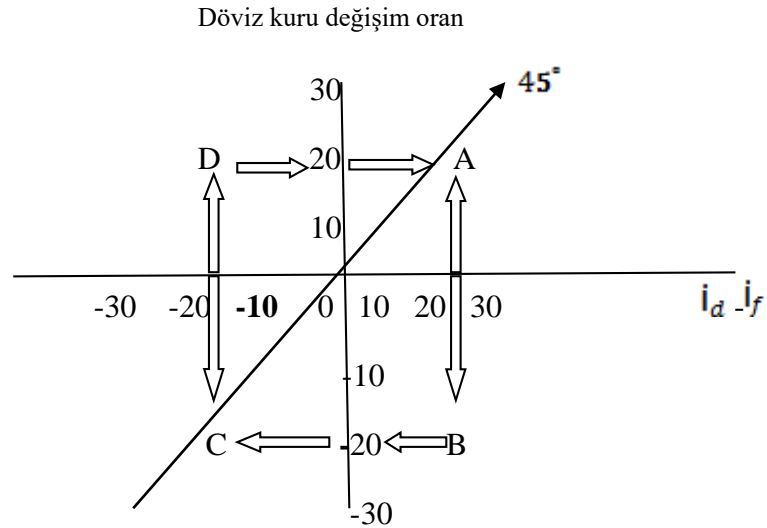
(1.14)' de yer alan  $E(S_{t+1})$  gelecek dönemdeki beklenen döviz kurunu yansıtmaktadır.

Güvencesiz faiz paritesi yaklaşımı forward döviz kurlarını içermez bunun yerine gelecek dönem beklenen döviz kurlarını kullanır. Bu bakımdan beklenen döviz kuru; faiz paritesi eşitliğinde denklem (1.11) de yerine konulur.

$$(1 + i_D) = (1 + i_f) \cdot E(S_{t+1})/S \quad (1.14)$$

Bu denklem iki ülke arasında finansal varlıkların aynı risk yapısına sahip olması halinde geçerli olmaktadır.

Faiz paritesi yaklaşımının döviz kuru dengesi, sermaye hareketlerinin yönüyle yakından ilişkilidir. Bu bakımdan sermaye hareketlerinin yönü döviz kuru dengesini doğrudan etkilemektedir. Sermaye hareketlerinin faiz oranı yüksek olan ülkeye yönelmesi döviz kurlarının kısa dönemde bu ülkede düşmesini sağlayacaktır. Fakat faiz oranlarının yüksek olması o ülke için ekonomik risklerin ve ekonomik kırılganlıkların arttığı anlamına da gelebilir. Böyle bir olgu uzun dönemde sermaye çıkışlarına, faiz oranlarının geçmişe göre daha çok yükselmesine, ekonomik kırılganlıkların artmasına ve yine döviz kurunun geçmişe göre daha çok artmasına dolayısıyla döviz kurunun yurt içi fiyatlar üzerinde geçiş etkisinin artmasına neden olur. Faiz paritesinin bir başka gösterimi de yine ülkeler arasındaki faiz oranları farkı sonucu, değişen sermaye hareketlerinin yönü ve bunun döviz kuru üzerine değişimlerini faiz paritesi doğrusuyla da görebiliriz. Şekil 1.4 grafikten hareketle faiz oranlarındaki fark sonucu özellikle bundan yatırımların etkilendiği ve sermaye hareketlerinde meydana gelen değişimlerin döviz kuru dengesini sermaye hareketlerinin yönü doğrultusunda değiştirmektedir sonucuna varılmaktadır. Sermaye hareketlerinin faiz oranları sonucu faiz oranın yüksek olan ülkeye yönelmesi ve bundan da döviz kurları dengesi üzerinde etkisi sonucu yurtiçi fiyat düzeylerinde değişimlerin meydana getirmesini şekil 1.4'te görebiliriz.



Şekil 1.4. Faiz Paritesinin Grafikle Gösterimi (Seyidoğlu, 2007, s. 353)

Yatay eksen yerli para biriminin yabancı ülkeye göre faiz farkını, dikey eksen vadedeli piyasada döviz kuru değişim oranını göstermektedir. Grafikte yatay eksen boyunca pozitif yönde hareket edilmesi halinde faiz farkı yerli ülke lehine değişir. Ters

bir durum için yabancı faiz oranları yüksek olacaktır. Dikey ekseninde ise, orijinden yukarı yönlü bir hareket yabancı para biriminin, yerli para birimi karşısındaki değişim oranını ifade etmektedir. 45'lik doğru üzerinde her noktada faiz paritesi ilişkisi tam olarak sağlansa da doğrunun sağında veya solunda kalan kısımlar için farklı durumlar söz konusudur.

$$i_d - i_f > \frac{F-S}{S} \quad (1.17)$$

Faiz paritesi koşulu eşitliğinde, A noktası için yerli ülkede yatırım yapmak daha karlı olacaktır. Çünkü faiz farkı yerli ülke için daha yüksektir. Ayrıca yabancı paranın faiz farkından dolayı değeri düşüktür. Böyle bir durumun söz konusu olması net kar oranını artırır.

Yine B noktası için ise; yerli ülkede faiz oranı yabancı ülke faiz oranına göre daha yüksek olmasına karşın, yabancı paranın yerli paraya göre değer kazanması net kar oranını düşürür. Ancak faiz getirisi döviz kuru değişiminden daha fazla olduğu için yerli ülkede yatırım yapmak daha karlı olur. C noktasında faiz oranı farkı yabancı ülke için daha çok getiri sağlar. Ancak bu noktada yabancı paranın değer kaybı yerli paraya göre daha yüksek olduğu için yatırımları yerli ülkeye yönlendirir.

$$i_d - i_f < \frac{F-S}{S} \quad (1.18)$$

Böyle bir eşitliğin söz konusu olması durumunda ise, yabancı ülkeye yapılacak olan yatırımlar daha çok net kazanç sağlar. D noktası için; hem faiz oranları hem de yabancı paranın getiri oranı yerli ülkeye göre çok daha yüksek olur.

Grafikten de anlaşılacağı gibi 45'lik doğrunun altında kalan bölgeler için sermaye akımları yabancı ülkeden yerli ülkeye doğru yönelirken, doğrunun üzerinde yer alan noktalarda ise tam tersi bir durum söz konusu olmaktadır.

### 1.5. Literatür Taraması

Literatür incelemesi yapıldığında, enflasyon hedeflemesi ve döviz kuru ilişkisini yansıtan araştırmalar 1990'lı yıllarla beraber artmıştır. Gelişmekte olan ülkeleri inceleyen pek çok araştırma yapılmış ve çeşitli ekonometrik yöntemleri kullanan incelemeler yapılmıştır.

Işık, Acar ve Işık (2004) enflasyon ve döviz kuru ilişkisini incelemiştir. Var modelinden yararlanmışlardır. Değişkenler olarak döviz kuru ve aylık enflasyon rakamları kullanılmıştır. Türkiye'de enflasyon olgusunun en büyük nedeninin döviz

kuru olduğu sonucuna varmışlardır. Eş bütünleşme analiziyle yapılan ekonometrik çalışmalarında uzun dönemde döviz kurlarındaki %1'lik birimlik artışın enflasyon oranı %0.9 arttırdığı sonucuna varmışlardır.

Şentürk ve Dücan (2017) Türkiye'de döviz kurlarındaki değişimin enflasyon üzerindeki etkisini VAR analiziyle incelemişlerdir. Çalışmanın bulgularına göre, döviz kurlarındaki değişimlerin enflasyon üzerinde etkili olduğu sonucuna varmışlardır. Bunun için Türkiye' de ithalatın azaltılıp ikame malların üretimi artırıcı önlemlerin alınması gerekliliğini vurgulanmışlardır.

Damar (2010), döviz kurunun fiyatlara geçiş etkisini incelemiştir. Döviz kurunun tüketici fiyatlarına ve çekirdek enflasyona geçişini iki farklı dönemde ele almış ve bu dönemler için iki farklı Var modeli kullanmıştır. Farklı model kullanımının gerekçesini ise sabit ve dalgalı kurdaki değişimlerin tüfe ve çekirdek enflasyona geçişinin süresi ve büyüklüğünün karşılaştırılması olarak görmüştür. Çalışmasında enflasyon hedeflemesi uygulamasıyla birlikte fiyat geçişliğinin son dönemlerde azalma eğiliminde olduğu sonucuna varmıştır.

Alacahan (2011) enflasyon, döviz kuru ilişkisi ve yansıma adlı çalışmasında enflasyon ve döviz kuru ilişkisini araştırırken, bizim gibi gelişmekte olan ülkelerde döviz kurundaki değişimlerin ithal girdi maliyetlerini arttırdığı ve maliyet artışlarının fiyatlara yansıdığını söylemiştir. Türkiye'de enflasyon ve döviz kuru ilişkisinin 2002'den önce ve sonra sıkı bir ilişki içinde olduğunu, yansıma etkisinin enflasyon hedeflemesi rejimiyle ilişkisinin yüksek olmasının nedenini Türkiye'nin dışa bağımlı bir ülke olmasına bağlamıştır.

Kara ve Övünç (2012) farklı var modeli kullanarak 2002-2011 yılları arasındaki değişimleri çekirdek enflasyonun nasıl etkilediğini araştırmıştır. Araştırmanın sonucunda fiyat geçişkenliğinin büyük oranda azaldığı sonucuna varmışlardır. Bu azalmanın nedenlerinin farklı dinamikler olabileceğini ileri sürmüşlerdir.

Ayaz ve Güven (2013) döviz kurlarındaki değişimle enflasyon arasındaki ilişkiyi 1983-2012 yılları arasında VAR analiziyle incelemişlerdir. Değişken olarak tüfe ve reel efektif döviz kurlarını kullanmışlar Granger nedensellik testi uygulayarak tüfe ve döviz kurlarının pozitif ilişkisini tespit etmişlerdir.

Benlialper ve Cömert (2014) 2002-2008 yılları arasında Türkiye'de enflasyon hedeflemesinde döviz kurunun rolünü VAR modelinden hareketle incelemiştir. Buldukları sonuçta, bu dönemde enflasyon olgusunun nedenini emtia fiyatlarının

artmasına bağlamışlar ve merkez bankasının Türk Lirasının değerlenmesine izin verdiğini ve bundan yararlandığı sonucuna varmışlardır.

Yılmaz ve Bozdağlıoğlu (2014) 1994-2014 yılları arasında Türkiye'deki döviz kuruyla enflasyon arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yaptıkları çalışmada döviz kurlarının değışimiyle enflasyon oranları arasında doğrudan bir ilişkinin var olduğunu belirlemişlerdir.

Korkmaz ve Bayır (2015) 2008-2014 yılları arasında döviz kuru dalgalanmalarının yurtiçi fiyatlara geçiş etkisini incelemişlerdir. Araştırma neticesinde; Granger nedensellik testini uyguladıkları çalışmalarında hem ÜFE' de hem de TÜFE fiyatlarının nedeninin döviz kurları olduğu sonucuna varmışlardır.

Alptekin, Yılmaz ve Taş (2016) VAR modeliyle döviz kurlarının yurtiçi fiyatlara etkisini incelemişlerdir. Hem tüketici fiyatları üzerine hem de üretici fiyatları üzerine döviz kurlarının geçiş etkisi irdelenmiş ve 2001 yılından sonra geçiş etkisinin azalmaya başladığı sonucuna varmışlardır. Bu sonucu ise; ithal mallarına yönelik ikame etkisine bağlamışlardır.

## İkinci Bölüm

### 2. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ

Başarılı bir enflasyon hedeflemesi için gerekli olan ön koşulların sağlanması gerekmektedir. Buna bağlı olarak fiyat istikrarını yakalamak ve sürdürmek için merkez bankasının bağımsızlığını yakalamış olması, ekonomik olarak teknik altyapının oluşturulması ve merkez bankasının hükümetle bir arada uyum içinde çalışması büyük önem arz etmektedir.

#### 2.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Tanımı

Literatürde enflasyon hedeflemesi üzerine birbirine benzer birçok tanım vardır. “Enflasyon Hedeflemesi stratejisi; merkez bankasının nicel bir enflasyon hedeflemesi belirlediği ve diğer tüm hedefleri ikinci plana atarak para politikasını fiyat istikrarını koruma doğrultusunda yürüttüğü para politikası rejimi olarak tanımlanabilir(Benlialper ve Cömert, 2014, s 3).”

Bu politikada merkez bankası, net bir hedef veya bu hedef içerisinde bir bant oluşturarak, hedeflediği enflasyon rakamlarına ulaşmak için piyasayı etkileyen para politikası araçlarından faydalanır. Merkez bankası bu hedef doğrultusunda uygulamış olduğu para politikaları ve hedefe ulaşmadaki başarısı konusunda kamuoyunu bilgilendirmekle mükelleftir.

Enflasyon hedeflemesinde, merkez bankası temel hedefi olan gelecek enflasyon rakamlarına yoğunlaşır. Bunu yaparken hedeflediği rakamlara ulaşmak için yıl içerisinde enflasyon tahminleri yaparak uygulayacağı para politikalarını gözden geçirir. Merkez bankası bu uygulamaları gerçekleştirirken, ayrıca hükümetle de uyum içinde olması ve piyasayı kontrol altında tutması gerekmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler için esnek döviz kuru, ani sermaye çıkışlarına veya ülke içi oluşabilecek herhangi bir olumsuz duruma karşı daha esnek bir politika yürütülmesi imkânı sağlamaktadır. Bu da enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan ülkeler için fiyat istikrarının sağlanmasında ve fiyat istikrarının sürdürülmesinde gelişmekte olan ülkelere önemli bir avantaj yaratmaktadır.

#### 2.2. Enflasyon Hedeflemesine Geçiş için Gerekli Ön Koşullar

Enflasyon hedeflemesi stratejisi ile istenilen başarıya ulaşılabilmesi için bir takım ön koşulların sağlanması gerekmektedir. Bu ana ön koşullar her ne kadar ülkelerin kendi

iç dinamiklerine göre farklılık gösterse de tüm ülkeler için ön koşullar birçok bakımdan benzerlik göstermektedir.

### **2.2.1. Merkez Bankasının Bağımsızlığı**

Enflasyon hedeflemesinin başarısı için en önemli etken şüphesiz bağımsızlığını yakalamış bir merkez bankasıdır. Merkez bankasının bağımsızlığından anlaşılması gereken ise; para politikalarında serbestçe hareket edebilme ve herhangi bir baskı sonucu, alınmış olan para politikası kararlarında herhangi bir değişikliğe gidilmeden, para politikasının bağımsız bir şekilde uygulanmasıdır. Merkez bankasının para politikası bağımsızlığı gerekli kanunlar tarafından resmi olarak sağlanmalıdır. Bunun ardında yatan etken ise, para politikaları uygulamalarını elinde bulunduran merkez bankasının hedefleri doğrultusunda hiçbir siyasi otoriteye bağlı kalmadan kendi kararlarını kendisinin verebilmesinin gerekliliğidir.

Tutar'a (2005, s.10) göre, merkez bankaları hükümetlerle uyumlu bir şekilde çalışabilirler. MB'nin hükümetle uyumlu çalışması enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısını sağlamada çok önemli bir etkidir. Çünkü MB'nin enflasyon hedeflemesi stratejisinde başarısı için hükümetin baskısı altında değil hükümetle uyum içinde ortak bir çalışma yapıp, kararlarını kendi verebilmesi gerekmektedir.

Ancak başarılı bir enflasyon hedeflemesi için, merkez bankasının para politikası araçlarını bağımsız bir şekilde kullanmasının yanında, mali baskınlığın da olmaması gerekmektedir. Çünkü mali baskınlığın yaşandığı bir ekonomide para politikalarının etkinliği azalır ve bunun sonucu olarak da merkez bankasıyla hükümetlerin ortak bir enflasyon hedeflemesi stratejisi gerçekleştirmeleri zorlaşır. Mali baskınlığın olduğu ekonomilerde hükümetler de MB'nin almış olduğu para politikası kararları üzerindeki baskılarını artırırlar. Böyle bir durumda ise, para politikasının bağımsızlığı kaybedebilir ve para politikası etkinliği azalır. Siyasi baskı altında bağımsızlığını kaybetmiş MB'nin, enflasyonla para arzı arasındaki yakın ilişkiden dolayı hedefleri doğrultusunda hareket edemeyeceği, ayrıca güvenilirliğini ve inandırıcılığını kaybetmiş olacağı aşikârdır.

Her ne kadar başarılı bir enflasyon hedeflemesi için MB'nin bağımsızlığı önemli bir etken olsa da, MB'nin bağımsız olmadığı durumlarda da enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısı söz konusu olabilmektedir. Ancak bu durumun örnekleri yok denecek kadar azdır.

### 2.2.2. Ekonomik Yapı

Enflasyon hedeflemesinde; para ve maliye politikaları uyumlu bir şekilde dengeyi sağlayacak nitelikte olmalıdır. Bu dengenin oluşmasında da en önemli unsur ülkenin finansal ekonomik derinliğe sahip olmasıdır. Ayrıca, 'enflasyon hedeflemesinin ön koşullarından bir tanesi de güçlü bir maliye politikasına sahip olmaktır (Kara ve Orak 2008, s.21).' Enflasyon hedeflemesinin başarısı için mali disiplinin sağlanmış ve bunun yanında mali baskının dengelenmiş olması gerekmektedir.

Mishkin'e (2000, s.5) göre, enflasyon hedeflemesinin başarılı olabilmesi için mali disiplinin, güçlü ve fiyat artışlarını engelleyici nitelikte olması gerekmektedir. Bunun sağlanmaması enflasyon oranlarının daha da yükselmesine neden olacaktır.

Eroğlu'nun (2007, s.9) belirttiği gibi, mali baskının söz konusu olduğu ekonomilerde para politikasının etkinliği azalmaktadır. Ayrıca mali baskınlık durumunda hükümetler, MB aracılığıyla kamu borçlarını finanse edebilmektedir. Şöyle ki; kamu borçlarını finanse etmekte zorlanan bir ülkenin hükümeti, gerekli kaynağı bulamadığı takdirde bunu karşılamak için MB'nin kaynaklarını kullanarak bunu finanse etmek isteyebilir. Bunun için para basma yoluna gidilmesi gerekmektedir. Merkez bankasının para basması ise, uzun dönemde enflasyonist sürecin hızlanmasına neden olmaktadır. Yani bağımsızlığını kaybetmiş bir merkez bankası para basma yoluna giderek piyasadaki para arzını arttırsa piyasadaki faizlerin düşmesini sağlar. Faizlerin düşmesi ise tasarrufların azalmasına ve tüketim harcamalarının artmasına neden olacaktır. Artan tüketim harcamaları ise hem üretici hem de tüketici enflasyonunun artmasına neden olacaktır. Bunun etkisi de uzun dönemde cari açığın giderek artması anlamını taşımaktadır. Ayrıca tüm bu süreçler merkez bankasınca yürütülen para politikasının etkinliğini azaltmaktadır.

Kamu borçlarının MB'nin kaynakları kullanılarak, para basma yoluyla, giderilmeye çalışılması MB'ye olan güveni de zedelemektedir. Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan bir merkez bankasına duyulan güvenin azalması ise bu hedefin gerçekleştirilmesini zora sokar. Aynı zamanda kamu borçlarının para basılarak finanse edilmesi, ülkenin gelişmiş bir finansal alt yapıya sahip olmadığı ve bunun da ekonomide kırımlıkları arttırdığı anlamı taşımaktadır.

Bu olumsuzlukların oluşmasını önlemek için ülkelerin sahip olduğu finansal derinliği arttırıcı politikalar izlenmelidir. Bunların en başında ise merkez bankasının bağımsızlığını yakalamış olması ve hükümetlerin merkez bankası para politikalarını



etkileyebilmelerini önleyecek kanunların getirilmesi önem arz etmektedir. Buna ek olarak enflasyon hedeflemesinde başarılı olabilmek için hükümetle bir arada uyum içinde çalışılması gerekmektedir. Enflasyon hedeflemesinde güçlü bir maliye politikası olmazsa olmazlardandır.

### **2.2.3. Merkez Bankası Tek Hedefinin Enflasyon Olarak Belirlemesi**

Merkez bankasının enflasyon hedeflemesinde öncelikli amaçlarından bir tanesi fiyat istikrarını sağlamaktır. İstenilen hedefin başarısı için makul kabul edilen ve çok fazla dalgalanmanın yaşanmayacağı enflasyon<sup>10</sup> rakamlarını yakalamak önemlidir. Bunu yaparken de merkez bankası herhangi bir başka hedefe örneğin, döviz kuru hedeflemesi, işsizlik gibi farklı hedeflere yönelmeden nihai amacı olan enflasyon hedeflemesi doğrultusunda politikalarını gerçekleştirmelidir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde istenilen başarıya ulaşmak için MB diğer bütün hedefleri göz ardı eder. Bunun nedeni ise başka hedeflerin, enflasyon hedeflemesinde istenilen başarıyı yakalamada engel oluşturabilecek olmasıdır. MB uyguladığı para politikası araçlarını bu doğrultuda etkin bir şekilde kullanır. Piyasaların dengede kalması ve istikrarın sağlanması için hükümetle beraber uyguladığı para politikaları hakkında kamuoyuna raporlar sunar. Bu raporların sunulmasındaki hedef, tek hedefi olan enflasyon için uygulanan para politikaları hakkında güvenilirliğini arttırmaktır.

Mali piyasalarda denge ve istikrar bazen enflasyon hedeflemesiyle uyuşmayabilir. Güçlü ve sağlam bir bankacılık sistemi MB için önemli bir avantajdır. Ancak merkez bankasının uygulamış olduğu para politikalarının kısa dönemde bankacılık sektörü üzerinde olumsuz etki yapabilmesi, hedeflenen rakamlara ulaşmada enflasyon oranlarında sapmalara neden olabilir.

### **2.2.4. Gelişmiş Finansal Sistem**

Enflasyon hedeflemesinin başarısı için, finansal sistemin gelişmişliği ve fiyat istikrarının daha önceden yakalanmış olması son derece önemlidir. Finansal gelişmişliğin sağlanmasıyla; mali piyasaların güçlü olması, para piyasalarının etkinliğinin artması ve parasal aktarım mekanizmasının aksamadan çalışması söz konusu olacaktır. Parasal aktarım mekanizmasının aksamadan işleyişi; para piyasaları,

---

<sup>10</sup> Enflasyon oranlarının çok fazla olmaması ve istikrarlı bir şekilde seyretmesi literatürde sürünen enflasyonla açıklanmaktadır. Sürünen enflasyon ise; fiyat oynaklığının olmadığı, enflasyon oranlarının genellikle %3 veya %4 seviyelerinde olduğu enflasyon türüdür.

sermaye piyasaları ve döviz kuru piyasalarının güçlü ve sağlam olması anlamına gelmektedir. Bu ise finansal kuruluşların ve bankacılık sektörünün ekonomik bakımdan güçlü ve finansal altyapılarının sağlam olmasıyla ilgilidir. Fiyat istikrarının sağlanması ise; enflasyon hedeflemesinde MB'nin ve hükümetlerin başarısını doğrudan etkilemektedir.

Güçlü ve sağlam bir finansal sistemde; hem para piyasaları hem de mali piyasalar gelişmiştir. Para piyasalarının gelişmiş olması durumunda ekonomik kırılmalıklar azalarak döviz kurlarının dalgalanmasının önüne geçilmiş olur. Bu durum, dış ticarete ödemeler dengesinde oluşabilecek bozukluklara karşı yurtiçindeki fiyatların aşırı dalgalanmasını engeller. Ayrıca ani fiyat değişikliklerini ve ekonomik kırılmalıkları azaltır. Para piyasalarının gelişmişliği para politikasının etkinliğini artırır. Buradan çıkarılacak anlam; para politikalarını yürüten merkez bankasının bu sayede piyasa fiyatlarını etkileyebilme gücünün artmasıdır. Buna ek olarak; MB faiz kanalıyla da döviz kurları üzerinde etkinliğini artırarak yurtiçi fiyatların ani değişimini engeller. Fiyat istikrarını yakalayan, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan bir merkez bankası, herhangi bir olumsuz ekonomik bir olayda ( ani dış şok ya da ekonomik kriz) piyasaları çok fazla etkilemeden, enflasyon hedeflemesi stratejisini izlemeye devam edebilme kabiliyetine sahiptir.<sup>11</sup>

Tüm bunların yanında, para piyasalarının gelişmiş olması MB'nin uyguladığı para politikalarıyla doğru orantılı olarak kendi rezervlerini arttırmasına ve bankalara daha rahat kredi yaratma imkânı sağlamasına yardımcı olmaktadır. Bu ise, parasal aktarım mekanizmasının daha sağlıklı işlemesine yardımcı olur.

Finansal piyasaların güçlü olmadığı ekonomilerde para piyasalarının işleyişi istenildiği gibi olmayabilir. Böyle bir ekonomik ortamda MB'nin uygulayacağı para politikaları da değişiklik gösterebilir. Örneğin; finansal sistemin yeterince gelişmediği bir ülkede, para arzının daraltılması sonucu yurtiçi faiz oranlarının artması, finansal kuruluşları ve bankacılık sektörünü olumsuz bir şekilde etkiler. Faizlerin artması, bu finansal kuruluşların ve bankaların sahip oldukları borçlarını ödemede zorluklar yaşamalarına ve ekonomik kırılmalıkların artmasına sebep olur. Artan kırılmalıklar, ani fiyat değişimlerinin oluşmasına ve fiyatlar genel düzeyinin artmasına yol açarak enflasyon hedeflemesi stratejisinin olumsuz yönde etkilenmesine neden olur.

---

<sup>11</sup> Z. Akbakay, Dünya'da ve Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Politikaları ve Türkiye Uygulamasının Etkinliği. Doktora Tezi. Diyarbakır, Dicle Üniversitesi, 2016, s.160

Öte yandan finansal sistemin gelişmediği ekonomilerde mali piyasalar da bundan olumsuz etkilenmektedir. Zira ekonomik dengenin sağlanamaması durumunda mali baskınlığın yüksek olması, hükümetlerin piyasalardan istediği gibi borçlanamaması ve kamu açıklarını finanse etmekte zorlanmasına yol açmakta ve hükümetlerin, MB kaynaklarına başvurmasıyla sonuçlanmaktadır.. Bu ise ekonomi adına olumsuz bir durumdur. Kamu borçlarının MB'nin kaynaklarını kullanarak, para basarak, finanse edilmesi, fiyatların artmasına ve uzun dönemde cari açık sorununun giderek yükselmesine yol açacağından fiyat istikrarını yakalamak bir hayli zor olacaktır.

### **2.2.5. Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik**

Bağımsızlığını yakalamış ve enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan bir merkez bankasının sahip olması gereken diğer bir önemli özelliği, MB'nin uyguladığı politikalar hakkında şeffaf olması ve ayrıca bu politikalar için kamuoyuna ve hükümete hesap verebilen bir niteliğe sahip olmasıdır.

Merkez bankası, enflasyon hedeflemesinin başarısı için düzenli olarak ve sade bir şekilde uygulamış olduğu para politikaları hakkında kamuoyunu ve hükümeti bilgilendirmek zorundadır. Bunu da düzenli aralıklarla yayınladığı raporlarla yapar. Bu raporlarda merkez bankası enflasyon hedefi beklentilerini açıklar. Mishkin'e (2001, s.20) göre, bu durum ekonomideki planlamaları etkiler ve belirsizlikleri azalmasına katkıda bulunur. MB'nin oluşabilecek herhangi bir olumsuzluk karşısında almış ya da alacak olduğu politika önlemleri, enflasyon hedeflemesindeki etkilerini gösterir. Buna ek olarak, MB hedeflenen enflasyon oranlarında bir sapma olması halinde bunların hangi etkenlerden dolayı gerçekleştiği ve alınması gereken önlemlerin neler olması gerektiğini kamuoyuna açıklar. Bunu yaparak MB bağımsızlığı gereği siyasi baskılardan da kurtulmuş olur. Çünkü sunduğu raporlar doğrultusunda hedeften sapmaların nedenlerini göstermiş olmaktadır. Merkez bankasının yayınladığı raporlar; hangi para politikası araçlarını kullandığını, bunların piyasa üzerinde etkisini ve enflasyon beklentilerini içermelidir. Ayrıca enflasyon hedeflemesi stratejisinde kullandığı fiyat endeksinin ne olduğunu, hedeflenen enflasyon rakamını ya da hedef bandını ve bu hedefe ulaşmanın ne kadar zaman alacağını da belirtmelidir. Bunlara ek olarak, kısa dönem faiz oranları ile ilgili açıklamaların diğer para politikası araçlarının aksine daha yalın olması gerekmektedir. Yani MB ekonomi terimlerini çok fazla kullanmaktan kaçınılmalıdır. Çünkü temel politika aracı olan kısa dönem faiz oranlarının

toplumda hemen hemen herkes tarafından daha kolay anlaşılması ve takip ediliyor olması nedeniyle MB'nin şeffaflığını arttırması için daha sade ve anlaşılır bir dil kullanması enflasyon hedeflemesinin başarısı açısından önemlidir.

Merkez bankası düzenli olarak yayımladığı raporlarda ne kadar çok açık ve anlaşılır olur ve uyguladığı para politikaları hakkında bilgi sağlarsa şeffaflığını da o kadar çok yakalamış olur. Şeffaflığı sağlayan bir merkez bankasının da güvenilirliği artar. Ayrıca şeffaflığı ve güvenilirliği sağlamış olan bir merkez bankasının uygulamış olduğu para politikalarının etkinliği de artar. Çünkü yayımlanan raporlar aracılığıyla kamuoyunun ve hükümetin para politikaları hakkında bilgisi artmaktadır. Böylece enflasyon hedeflerinden sapmalar olsa bile bu sapmaların kısa süreceği ve uzun dönemde etkisinin olmayacağını bilen kamuoyu, merkez bankasının uyguladığı para politikalarının ekonomide hedefler doğrultusunda gerçekleşeceğine inanır. Bu ise enflasyonla mücadelede maliyetlerin azalması anlamına gelmektedir.

Merkez bankaları uyguladıkları para politikası hakkında, hesap verebiliyor nitelikte olmalıdır. Çünkü MB'nin amaçladığı hedef doğrultusunda uyguladığı para politikalarının etkilerinin hemen değil belirli bir zamandan sonra ortaya çıkması ve bunun kamuoyu tarafından izlenimi ve değerlendirilmesi zor olduğundan para politikası uygulamalarının bu yapıda olması şarttır.

Enflasyonun hedeften sapması halinde merkez bankası güvenilirliğinin zedelememesi için, merkez bankası tarafından daha önce bu hedeften sapmaların nedenleri ve alınacak önlemleri kamuoyuna açıklaması gerekir. Tekrar hedeflenen enflasyon rakamlarını yakalamak için alınması gereken önemlerin neler olacağı, fiyat istikrarını bozan etkenlerin neler olduğu yine yalın bir dil kullanılarak açıklanmalıdır. Böylelikle MB hesap verilebilirliğini de sağlamaya çalışır. Bugün dünyada enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan nerdeyse tüm merkez bankaları uyguladıkları veya uygulayacakları para politikalarını, şok ya da beklenmedik durumların olmadığı zamanlarda, daha öncesinden ilan edilen bir tarihte açıklamaktadır. Merkez bankalarının araç bağımsızlığının yanında şeffaflığı ve hesap verilebilirliğini arttırmak için kullanılan bu yöntem, enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısı için en önemli etkenler arasında yer almaktadır.

Enflasyon hedeflemesi süresince bağımsızlığını kazanmış ve uyguladığı para politikalarının etkilerinin tüm yükümlülüğünü almış bir merkez bankası kamuoyu açıklamasını kendisi yapmaktadır. Bunun nedeni ise; MB'nin üst düzey yöneticileri

tarafından yapılan açıklamaların hesap verilebilirlik ilkesi gereği merkez bankasına olan güveni ve inandırıcılığı sağlamasıdır.

### **2.2.6. Enflasyon Hedeflemesinde Fiyat Değişkenin Seçilmesi**

Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan birçok ülke sahip olduğu ekonomik özelliklerine göre farklı fiyat endeksleri<sup>12</sup> seçebilmektedir. “Ancak enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan ülkelerin tamamı ya tüketici fiyat endeksini (TÜFE) ya da bu endeksin bir parçasını oluşturan çekirdek enflasyon göstergelerini kullanmaktadır (Kara, 2007, s.8).”

Tüketici fiyat endeksinin seçilmesinin en büyük nedeni ise; toplumun birçok kesimi tarafından biliniyor olmasıdır. Ayrıca TÜFE'nin aylık verilerle düzenlenmesi ve takip edilmesindeki kolaylık, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkeler için tercih edilme sebebidir. TÜFE'nin seçilmesindeki bir diğer neden ise mal sepeti içerisinde bulunan değişkenlerin sıklıkla değiştirilmemesi ve tüketici adına hayat pahalılığını yansıtmadaki rolüdür.

Çekirdek enflasyon ise, tüketicilerin yaşam maliyetlerini tam olarak yansıtmamaktadır. Bunun nedeni ise; TÜFE sepetinde bulunan bazı malların dışlanmış olmasıdır. Bunlar çoğunlukla gıda ve enerji fiyatlarıdır. Bunun yanında, çekirdek enflasyon genellikle gıda ve enerji fiyatlarını içermediği için dışsal bir şok olması durumunda yurtiçi fiyatlarda pek fazla dalgalanma olmamaktadır. Her ne kadar dışsal şoklardan fazla etkilenmese de çekirdek enflasyonun ortalama bir ailenin yaşam maliyetlerini yansıtmaması TÜFE'ye göre daha az tercih edilmesine yol açmaktadır.

### **2.2.7 Enflasyon Hedefinin Uygun Bir Şekilde Belirlenmesi**

Enflasyon hedeflemesinde, hedeflenecek olan enflasyon oranının doğru bir şekilde seçilmesi çok önemli bir etkidir. Bu hedefi belirlerken ülkenin içinde bulunduğu ekonomik durum çok iyi belirlenmelidir.

Bu hedef doğrultusunda genellikle tek haneli enflasyon rakamlarına ulaşılması ve bunun istikrarlı bir şekilde sürdürülmesi amaçlanmaktadır. Ancak her ülkenin kendi iç dinamikleri farklı olduğundan dolayı hedeflenecek olan enflasyon rakamları ülkeler arasında değişebilmektedir. Bunun yanında hiçbir zaman sıfır enflasyon hedef olarak seçilmez. Enflasyon hedeflemesinde, enflasyon oranının sıfır olarak seçilmemesinin

---

<sup>12</sup> GSMH Deflatörü: yerleşik ülke sınırları içerisinde üretilen mal ve hizmetlerin reel değerini hesaplamayı amaçlayan GSMH deflatörünün fiyat değişimlerini yansıttığı mal sepetinin yıldan yıla değişken olması nedeniyle ülke ekonomilerinde fiyat değişimlerini kullanmada pek fazla kullanılmamaktadır.

nedeni; sıfır enflasyon olması halinde para politikalarının etkinliğini yitiriyor olmasıdır. Sıfır ya da sıfıra çok yakın bir enflasyon oranı olması durumunda faiz kanalıyla piyasaları etkileme gücü ortadan kalkmaktadır. Çünkü MB, enflasyon hedeflemesi stratejisinde temel para politikası aracı olan ve etkin bir şekilde kullandığı kısa vadeli faiz oranlarının da etkinliğini yitirmiş olur. Bu durum likidite tuzağı olarak da adlandırılır. Yani MB tarafından para arzı ne kadar arttırılırsa arttırılsın faiz oranları belirli bir noktadan sonra düşmemektedir. Enflasyon oranının sıfırdan büyük olarak seçilmesinin bir diğer nedeni de, ekonomik olarak işlemlerin arttırılmak istenmesi ve paranın dolaşım hızının arttırılmak istenmesidir. Böylece ekonomik canlılık ortaya çıkacaktır. Ayrıca piyasadaki malların zaman içerisindeki kalitesinde yaşanan artışlar da fiyatların daha önceki dönemlere göre yukarı eğilimli olmasını sağlamaktadır. Gelişmiş ülkeler için enflasyon oranlarının %2 veya %3 seviyeleri uygun olarak görülmektedir. Bunun yanı sıra gelişmekte olan ülkeler için bu oran %4 ila %8 seviyesinde değişmektedir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısı için hedefin ne şekilde seçileceği de önemlidir. Bu husus doğrultusunda ülkenin gelişmişlik düzeyi ve sahip olduğu finansal gelişmişliğe bağlı olarak, bant hedef mi yoksa nokta hedef mi seçileceğine karar verilir.

Her ne kadar nokta hedefin kamuoyu tarafından anlaşılması kolay olsa da birçok ülke çalışmaları incelendiğinde, daha çok bant hedefin seçildiği görülmektedir. Çünkü nokta hedefin seçilmesi durumunda, merkez bankalarının ekonomi de oluşabilecek herhangi bir olumsuz durum karşısında, daha öncesinden hedeflenmiş olan nokta enflasyon rakamlarından sapmaların oluşabileceği ve bunun neticesinde de MB'nin istediği başarıyı yakalayamayarak güvenilirliğinin zedelenecek olması korkusudur.

Nokta hedefi genellikle gelişmiş ülkeler kullanmaktadır. Bu ülkeler için enflasyon oranlarının genel olarak yüzde iki civarında olduğu söylenebilir. Nokta hedefin en temel zorunluluğu bu hedefe ulaşmak için uygulanan para politikalarının etkin bir şekilde çalışıyor olmasıdır. Herhangibi bir nedenle uygulanan para politikalarının etkinliği değişmemelidir. Ülkelerin ekonomik olarak güçlü bir altyapıya sahip olması, finansal sistemin gelişmişliği, etkin bir para ve maliye politikasının var olması ve dışarıdan gelebilecek şoklara karşı ekonomik açıdan güçlü bir yapıda olmaları, nokta hedefin başarısı için önemlidir.

Bant hedefte, MB genellikle +/- 1 puan hedef aralığı belirlemektedir. Bu da MB'nin uyguladığı para politikalarının daha etkin olmasını ve ayrıca para politikalarını daha rahat bir şekilde belirleyebilme imkânı sağlamaktadır. Usta'ya (2003, s.20) göre,

MB'nin hedef aralığı seçmesinin diğer nedeni de; ilerleyen dönemlerde ekonomide meydana gelebilecek olumsuz bir durum karşısında, (ekonomik kriz veya ani bir arz şoku) para politikasının etkinliğini yitirmesi ve bunun sonucunda yurtiçi fiyat dalgalanmalarının oluşabileceğidir. Böyle bir durumda ise yurt içi fiyatların dalgalanması, hedeflenen enflasyon oranlarından sapmaları da beraberinde getirmektedir.

### **2.2.8. Hedef Süresinin Seçimi**

Hedef ufku olarak da adlandırılan bu süreç, MB'nin hedeflemiş olduğu enflasyon oranlarına ne kadarlık bir sürede ulaşacağını taahhüt etmesidir. Bu süre ülkelerin sahip oldukları gelişmişlik düzeyleri ve kendi iç dinamiklerine göre değişebilmektedir.

Merkez bankası tarafından uygulanan para politikalarının fiyatlar üzerindeki etkisi hemen gerçekleşmediğinden hedef süresi genellikle bir yılı aşan bir zaman dilimi için seçilmektedir. Çünkü bir yıldan daha kısa süreli hedef seçimlerinde ülke içerisinde oluşabilecek olumsuzluklar, ekonomik krizler, dışsal şokların yaşanması gibi etkenler hedeflenen enflasyon oranlarından uzaklaşmasına neden olabilmektedir. Bu da merkez bankasının para politikası uygulamalarının etkinliğini azaltarak fiyat dalgalanmalarının yaşanmasına sebep olur. Öte yandan hedef süresinin çok uzun bir zamana yayılması da istenilen başarıyı yakalamayı zorlaştırmakta ve merkez bankasına olan güveni sarsmaktadır.

Hedef ufkunun uzun tutulması, merkez bankasının döviz kurları dalgalanmaları karşısında alacağı kararlar için daha esnek davranabilmesini sağlamasına karşın, MB'nin uzun dönemde enflasyon hedefinden başka hedefler koyabilmesi, enflasyon hedeflemesinin başarıya ulaşacağı düşüncesini azaltır.

Enflasyon hedeflemesinde belirlenecek olan süre iktisadi faaliyette bulunan kurum ve kuruluşların kolaylıkla takip edebileceği en makul süre olarak belirlenmelidir. Son zamanlarda merkez bankalarının fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da gözetiyor olması bunun en önemli nedenidir. Finansal istikrarı sağlamadan fiyat istikrarını yakalamaya çalışmak neredeyse imkânsızdır. Çünkü finansal istikrarsızlıkla beraber büyüme oranlarında da dalgalanmalar oluşur.

Ayrıca büyümedeki dalgalanmalarla fiyatlar arasında ters yönlü bir ilişki söz konusudur. Ekonominin genişleme evresinde fiyatlarda bu genişlemeyle birlikte artmaktadır. “Tam tersi bir durumda ise fiyatlar azalma eğilimine girmektedir. Bu durumda enflasyonu bir anlamda büyümenin maliyeti olarak görmek mümkündür

(Yıldırım, Karaman ve Taşdemir 2013, s.27).’’ Dolayısıyla bu olumsuz etkiler ekonomideki tüm birimleri etkilemekte ve ekonomik istikrarsızlığın artmasına sebep olmaktadır. Hedef süresinin ekonomin tüm birimlerini göz önüne alıp, ülkenin sahip olduğu finansal özelliklerine göre belirlenmesi ve bu doğrultuda merkez bankasının para politikalarını yönlendirmesi gerekmektedir.

### **2.3. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Avantajları ve Dezavantajları**

Enflasyon hedeflemesi süresince izleyen birçok ülkede olumlu sonuçlar alınsa da; bazı durumlarda enflasyon hedeflemesi stratejisinin olumsuzlukları ortaya çıkmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi uygulayan birçok ülkenin, enflasyon oranlarını kontrol etmede başarılı oldukları görülmektedir. Enflasyon hedeflemesinin başarısı için en önemli etken; gerekli olan ön koşulların önceden sağlamış olmasıdır.

#### **2.3.1 Enflasyon Hedeflemesinin Getirdiği Avantajlar**

Enflasyon hedeflemesi süresince, MB tarafından uygulanan para politikalarının raporlar sunularak açıkça anlatılmasından dolayı, kamuoyu tarafından enflasyon hedefinin anlaşılabilirliğini arttırmaktadır. Bu ise, MB’nin hem şeffaflığını sağlamasına imkân yaratmakta hem de enflasyon hedefinde herhangi bir sapma olması halinde, hesap verilebilirliğini yakalamasına yardımcı olmaktadır. Buna ek olarak, şeffaflığı ve hesap verilebilirliği artan merkez bankasının kamuoyu karşısında saygınlığı da artmaktadır.

Merkez bankasının uygulamış olduğu para politikası araçları hedef doğrultusunda seçilmiş olduğundan, MB bu politika araçlarını ekonomideki konjoktüre göre kullanabilir. Yani MB’nin uygulamış olduğu para politikalarında serbest bir şekilde hareket etmesine olanak sağlanmaktadır. Mishkin’e (2007, s.293) göre, bu serbestlik ekonomide oluşabilecek şoklara karşı para politikaları araçlarıyla ekonomiye müdahale edebilme imkânı yaratma ve istenilen enflasyon oranlarını yakalamakta yardımcı olmaktadır.

Öte yandan MB’ in kısa dönemde enflasyon hedeflemesi stratejisinde bir istikrar sağlanması uzun dönemde fiyat istikrarının yanında, finansal istikrarı ve istikrarlı bir ekonomik büyümeyi de yakalamasına yardımcı olmaktadır. Enflasyon hedeflemesi geleceğe yönelik olduğundan, ekonomik açıdan büyümeyi tekrar hareketlendirmede yardımcı olur. Şöyle ki; azalan olumsuz tahminler ve beklentilerin, fiyat istikrarının yakalanmasıyla birlikte pozitif dönüşmesi sonucu, sermaye hareketlerinin artmasını,



buna bağlı olarak döviz kuru ve faiz oranlarının düşmesini, dolayısıyla yatırımların artmasına neden olur. Artan yatırımlarla birlikte işsizlik azalır ve üretimde artışlar yaşanır. Böylelikle enflasyon hedeflemesi, istikrarlı büyüme oranlarının yakalanmasına olanak sağlar.

Enflasyon hedeflemesinin bir başka avantajı şöyle açıklanabilir: enflasyon hedeflemesinde, bağımsızlığı yakalamış bir merkez bankası taahhüt ettiği enflasyon oranlarını hedeflenen süre içerisinde yakalama gayretindedir. Bu durum, para politikalarının hesap verilebilirliği üzerine merkez bankasına sorumluluk yüklemektedir. Bunun nedeni ise; MB'nin politik ve siyasi baskılarından uzak kalarak hesap verilebilirliğini ve şeffaflığını arttırmak istemesidir.

### **2.3.2. Enflasyon Hedeflemesinin Getirdiği Dezavantajlar**

Mishkin'in (2000, s.4) vurguladığı gibi, enflasyon hedeflemesine yönelik olarak yapılan eleştiri, bu stratejinin uygulaması aşamasında istenilen başarıyı yakalamak için hedef doğrultusunda alınan para politikası kararlarının taviz verilmeden uygulama zorunluluğunun olmasıdır. Bu durumda merkez bankasının para politikası kararlarının sınırlarının belli olduğu ve herhangi bir ekonomik olumsuzluğa karşı para politikasının istenilen tepkiyi veremeyeceği yönünde düşünceler hâkim olur. Böyle bir durum olması halinde, ekonomiye gerekli müdahalelerin sınırlı olmasından ötürü merkez bankasına olan güven de zedelenmektedir.

Enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli ön koşulların daha öncesinden sağlanmış ve fiyat istikrarının yakalanmış olması gerekliliği de bir diğer eleştirilen noktadır. Bu ön koşulları geliştirmekte olan ülkeler sağlamadığı takdirde, enflasyon hedeflemesinde istenilen başarının gerçekleşmeyeceği dile getirilmektedir. Buna ek olarak; geliştirmekte olan ülkelerde, döviz kuru değişimlerinin göz ardı edilip, nihai amacın fiyat istikrarını yakalamak olarak belirlenmesi de enflasyon hedeflemesi stratejisi üzerine getirilen bir diğer eleştiridir.

Kaya'nın (2012, s.131) da belirttiği gibi enflasyon hedeflemesinde merkez bankasının almış olduğu para politikası önlemlerinin kısa dönemde ekonomik büyümeyi sınırlandırabilir nitelikte olması da ayrıca eleştirilen bir diğer noktadır. Öte yandan özellikle geliştirmekte olan ülkelerin merkez bankalarının uyguladığı para politikalarıyla, hem fiyat istikrarını yakalamasının zor olması hem de bu politikaların ekonomiyi uzun dönemde etkilemesi, kısa dönemde kamuoyu tarafından merkez bankası

uygulamalarının eleştirilmesine ve ayrıca merkez bankasına olan güvenin de azalmasına neden olmaktadır.

#### **2.4. Enflasyon Hedeflemesi Süresince Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçişin Önemi**

Dışa açık bir ülke ekonomisinin, döviz kurlarıyla yurt içi fiyatlar genel düzeyi arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Döviz kurlarındaki değişimler yurt içi fiyatlar üzerinde etkili olabilmektedir. Bundan dolayı enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan bir ülkenin, döviz kurları ve enflasyon oranı arasındaki ilişkiyi doğru analiz etmesi, enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısını sağlamada en önemli etkidir.

Açar, Işık ve Açar'a (2004, s.317) göre, döviz kurlarındaki değişim yurtiçi fiyatları iki farklı şekilde etkileyebilmektedir. Bunlardan birincisi doğrudan etkidir. Doğrudan etkide; döviz kurunun yerli para birimi karşısında değer kaybetmesi ithal mallarına olan talebi arttırmaktadır. Bu etki sonucunda ise, ithalat artar, ihracat ise azalır. İkincisi ise dolaylı etkidir. Burada ise, döviz kurlarının yerli para birimi karşısında değer kazanmasının söz konusu olması varsayımı altında, üretimde kullanılan ara malının fiyatının artması uzun dönemde nihai malların fiyatlarını arttıracaktır. Nihai malların fiyatının artması da yine uzun dönemde üretici ve tüketici enflasyon oranlarının artması anlamını taşımaktadır.

Benlialper ve Cömert'e (2014, s.3) göre; enflasyon hedeflemesinin ana amacı, büyümenin önündeki en büyük engel olarak görülen enflasyon oranlarının makul seviyelere getirilerek sürdürülebilir fiyat istikrarının sürdürülebilir olmasını sağlamaktır. Burada enflasyon hedeflemesinde kullanılan para politikalarının önemi ortaya çıkmaktadır. Çünkü özellikle gelişmekte olan ülkelerde döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisinin yüksek olması nedeniyle, enflasyon oranlarını düşürmek ve istikrarlı hale getirebilmek bir hayli zor olmaktadır. Bundan dolayı da geçiş etkisinin yüksek olduğu bir ekonomide para politikasının etkinliği azalmakta, dolayısıyla da başarılı bir enflasyon hedeflemesi stratejisinin yürütülmesi zorlaşabilmektedir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde, döviz kurlarının fiyatlara geçişi etkisini azaltabilmek ve para politikalarının etkinliğini arttırabilmek için merkez bankaları çoğunlukla para politikası araçlarından biri olan kısa vadeli faiz oranlarından yararlanmaktadır. Dışa açık bir ekonomide MB, faiz kanalıyla döviz kuru ve yurt içi fiyatlar arasında dengeyi sağlamaya çalışmaktadır. Bunu da piyasada oluşan toplam talebi etkileyerek gerçekleştirir. "Çünkü toplam talebin artması enflasyonu

arttırmaktadır (Özdemir, 2015, s.156).’’ Örneğin merkez bankası faiz oranlarını yükselterek piyasada oluşan toplam talebi azaltmaya çalışırken diğer yandan da ülkeye sermaye çekerek döviz kurunun yurt içi fiyatlara geçiş etkisini azaltmayı amaçlayabilir. Burada Benlialper ve Cömert (2014, s.4) döviz kurunu alternatif bir politika olarak görmektedir. Yani sermaye hareketlerinin faiz oranlarının yüksek olmasından dolayı artması ve yerli paranın yabancı para birimi karşısında değer kazanması sonucunda, ithal malının fiyatını düşürmektedir. Bunun da enflasyonu azaltıcı bir etkisi söz konusudur. Bozdağlıoğlu ve Yılmaz’ a (2015, s.2)’ göre, böylelikle merkez bankası gelecek dönem beklentileri de etkileyerek döviz kurlarının dalgalanmasının önüne geçebilmektedir.

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisinin yüksek olması, enflasyon hedeflemesi stratejisi gereği, hedeflenen enflasyon oranlarının yakalanmasında ülke ekonomilerini zorlamaktadır. Bundan dolayı para politikasının etkinliği ve ülkelerin ekonomik bakımdan sağlam bir altyapısının olması, ayrıca enflasyon hedeflemesindeki ön koşulların sağlıklı bir şekilde yerine getirilmesi büyük önem arz etmektedir. Korkmaz ve Bayraktar’ın (2015, s.71) belirttiği gibi, enflasyon hedeflemesinde ve dalgalı döviz kuru sisteminde uygulanan para politikalarının, iç ve dış değişkenler üzerindeki etkisi hedeflenen enflasyon oranlarının yakalanmasında büyük önem arz etmektedir.

## Üçüncü bölüm

### 3. DÖVİZ KURLARI VE ENFLASYON İLİŞKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Uzun yıllardır enflasyonla mücadele eden Türkiye'nin 90'lı yıllarda hem finansal istikrarı hem de fiyat istikrarını yakalamada zorlandığı, enflasyon oranlarını kontrol etme konusunda güçlükler yaşadığı görülmüştür. Yaşanan bu istikrarsızlıklardan Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nda (tarihsiz, s.1)'şöyle bahsedilmiştir; Türkiye'nin o dönemde kendi iç dinamiklerinde meydana gelen olumsuz gelişmelerle birlikte iç borçların artarak devam etmesi, bunun yanında ekonomik kırılganlığın artmasına sebep olan siyasi ve ekonomik belirsizliklerin artmasından dolayı fiyat istikrarı yakalanamamıştır. Özellikle 1990'lı yıllarda siyasi belirsizliklerin ve küresel çapta ekonomik krizlerin yaşanması Türkiye'nin ekonomisini kötü etkilemiş ve ekonomik kırılganlığın artmasına neden olmuştur.

Gelişmekte olan pek çok ülkede olduğu gibi, Türkiye'de de enflasyonla döviz kuru arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Döviz kuru dalgalanmaları, gelişmekte olan ülkelerin hem iç piyasa fiyatlarını etkilemekte hem de uzun dönemde cari açık üzerinde olumsuz etki yaratmaktadır. Bilhassa gelişmekte olan ülkelerin döviz kurlarının ulusal para birimi karşısında değer kazanması ve bunun yanında cari açığın yüksek olması, ülkelerin, yurtiçi fiyatları kontrol edebilme kabiliyetlerini oldukça zorlamaktadır.

Bu doğrultuda Türkiye, uzun yıllar boyunca kronik hale gelen enflasyonla mücadelede çeşitli politikalar izlenmiştir. Bu bölümde, Türkiye'de 1990'lı yılların başından 2018 yılına kadar ki dönemde enflasyonla mücadele için hangi yollara başvurulduğunu ve enflasyon hedeflemesi stratejisinin döviz kurlarıyla olan ilişkisi ele alınmıştır.

#### 3.1. 1990- 2001 Dönemi

1990'lı yılların başlarından itibaren Türkiye ekonomisinde tamamıyla bir belirsizlik ve istikrarsızlık ortamı söz konusu olmuş ve bu dönem 2001 yılının sonuna kadar devam etmiştir. Enflasyon oranları 1990 yılından 1994 yılına kadar sürekli artış trendi içerisinde olmuştur. Yine bu yıllar arasında büyüme oranlarında aşırı dalgalanmalar meydana gelmiştir. “1991 yılında büyüme hızı %2'nin altında olmasına rağmen 1990-1993 yılları arasında büyüme oranları yaklaşık %7 civarında gerçekleşmiştir (Aydoğan, 2004, s.94).” Büyüme oranlarında yaşanan istikrarsızlık

neticesinde ekonomideki belirsizlik ortamı artmış ve spekülâtif ataklar da hızlanmıştır. Bununla birlikte ani sermaye çıkışlarının yaşanmış olması cari açığın finansman sorununu yaratmıştır. O dönemdeki hükümet artan cari açık sorununa karşı ya Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) kaynaklarını kullanarak ya da iç borçlanma yoluna giderek döviz dengesini yakalamaya çalışmış, ancak bu koşullarda faiz oranlarının artması sorunu devam etmiştir. Bu dönemde faiz oranlarının yükselmesi ülkeye kısa süreli sermaye girişlerinin artması bakımından olumlu bir gelişme olarak görülebilir. Ancak sermaye hareketlerinin artması sonucunda Türk Lirası'nın (TL) döviz kurları karşısında değerlenmesi, ithalatın artması anlamına geldiğinden Türkiye ekonomisi uzun dönemde cari açık problemiyle karşılaşmıştır. Bununla birlikte TL'nin değerinin artmaya devam etmesi toplumda devalüasyon beklentilerinin de artmasına sebep olmuştur. Böylelikle bu dönemde, TL'ye olan güven azalmış ve dövize olan spekülâtif hareketler hızlanmıştır.

Tüm bu gelişmeler neticesinde bu dönemde TCMB sahip olduğu döviz rezervlerini cari açığı kapatmak ve spekülâtif hareketleri önlemek için kullanmıştır. Bu müdahaleler nedeniyle, merkez bankasının döviz rezervleri oldukça azalmış ve artık gelişen olaylara karşı tepki veremez duruma gelmiştir.

1994 yılında faiz oranlarının çok yüksek seviyelerde olması özel sektör yatırımlarını dışlamıştır. Ayrıca bu dönemde, Türkiye ekonomisinde finansal altyapının istenilen seviyede olmaması da devlet gelirlerinin azalmasına sebep olmuştur. Örneğin ilgili dönemde vergi gelirlerinin istenilen seviyede olmadığı görülmektedir. Bu yüzden bu yıllarda TCMB kaynaklarına kamunun borçlarını finanse etmek amacıyla birçok kez başvurulmuştur. Aydoğan'a (2004, s.95) göre, TCMB bu yıllarda adeta borcunu başka bir borçla kapatan bir kurum konumuna gelmiştir. Yine bu dönemde enflasyon oranlarının da, ülke tarihinde görülmemiş bir rekor kırarak üç haneli rakamlara ulaşması, yatırımların azalmasına yol açmış ve dolayısıyla ekonomideki istikrarlı büyümenin önündeki en büyük engel olmuştur.

Bu olumsuzluklara bağlı olarak 1994 yılında yaşanan ekonomik krizin etkisiyle Türkiye ekonomisi tarihindeki en yüksek enflasyon oranına ulaşmıştır. Bu oran %149,6 olarak gerçekleşmiştir. Yaşanan bu olumsuz tablo karşısında para ve maliye politikalarının etkilerini arttırmak amacıyla, 5 Nisan 1994 yılında 'Olağanüstü İstikrar Tedbirleri' programı açıklanmıştır. Uluslararası Para Fonu (IMF) ile oluşturulan bu istikrar programının amacı; döviz kurlarının yükselişini önlemek, fiyat istikrarını

sağlamak, enflasyon oranlarını düşürmek, cari açık sorununa karşı yatırımları arttırarak ihracat rakamlarını yükseltmek, büyüme oranlarında istikrar yakalamak ve ayrıca ekonomideki yapısal reformları gerçekleştirerek para ve maliye politikalarının etkinliğini arttırmak olmuştur. Bunlara ek olarak tekrar istikrar ortamının oluşmasını ve ülke ekonomisine olan güveni tekrar oluşturmak hedeflenmiştir. ‘Bu yılda yaşanan en önemli olay, 6 Mart 1994’ te Avrupa Birliği (AB) ile Gümrük Birliği Anlaşması yapılmış olmasıdır.’<sup>13</sup> 1994 yılında yaşanmış olan tüm bu olumsuzlara karşı, Gümrük Birliği Anlaşması’nın yapılmış olmasının piyasalara kısa süreli olumlu yansımaları olmuştur.

1995 yılına gelindiğinde istikrar programı dâhilinde uygulanan sıkı para ve maliye politikasına bağlı olarak döviz kuru politikası netice vermeye başlamıştır. Enflasyon oranlarının ve döviz kurunun düşmeye başlaması iyimser beklentilerin de artmasını sağlamıştır. Ayrıca hem toplumda hem de finansal kuruluşlarda iyimser beklentilerin artmasının nedeni olarak o dönemde gümrük birliğine girilecek olması ve özelleştirme kanununun çıkacak olmasıyla da ilgilidir.

Bunun yanında, bu dönemde diğer yıllara göre nispeten faiz oranlarının düşme eğiliminde olması ve artan üretim hacmiyle kapasite kullanımının da artması sonucu büyüme oranı yılsonunda %8 olarak gerçekleşmiştir. 1995 yılında enflasyon oranı %60 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Bu yılda ayrıca IMF ile stand-by anlaşması imzalanmıştır.

1996 yılının başından itibaren yaşanan siyasi gelişmelerin neden olduğu yeni bir belirsizlik ortamı oluşmaya başlamıştır. IMF ile yapılan stand-by anlaşması 1995 yılında gerçekleştirilen erken seçimden dolayı 1996 yılının başlarında sonlanmıştır. İstikrar programıyla yakalanmaya çalışılan ekonomik gelişmeler bundan oldukça olumsuz etkilenmiştir. Bu ise, ekonomide tekrar spekülasyon hareketlerinin hızlanmasına sebep olmuştur.

Söz konusu dönemde döviz kurları, TL karşısında tekrar değer kazanmaya başlamış, enflasyon oranları giderek yükselme eğilimine girmiştir. TCMB 1996 yılında enflasyon oranlarını kontrol altına alabilmek ve döviz kurunun oynaklığını giderebilmek için yeni para politikası uygulamasına gitmiş ve buna ‘İstikrarlı Bekleyiş’ adını vermiştir. ‘‘Bu program kapsamında amaç olarak merkez bankasının net iç varlıklarını

---

<sup>13</sup> M.Bayrak ve O.C.Kanca (2013) Türkiye’ de 1970-2017 yıllarında oluşan ekonomik ve siyasi gelişmelerin seyri. Kırgızistan: Akademik Bakış, 35, s.8

azaltılması, TCMB'nin döviz kuruna karşı güçlenmesi ve rezerv paranın da dış varlık artışı kadar yaratılması amaçlanmıştır (TCBM, 1997,s.58).'' Bu dönemde yine istenilen başarı sağlanamamış döviz kurlarındaki hareketlenme ve geçiş etkisinin artmış olması sonucu, 1996 yılında enflasyon oranı bir önceki yıla göre artış göstermiş ve %84,9 olarak gerçekleşmiştir. TL' in döviz kuru karşısında değer kaybı geçen yıla göre % 76,1 olmuştur.

Henüz Ekonomik istikrarın yakalanmamış olduğu 1997 yılında; TCMB, ana hedefini diğer yıllarda olduğu gibi enflasyon oranını makul kabul edilebilecek seviyelere getirmek olarak açıklamıştır. ''Bu amaçla merkez bankası temelde mali politikayı hedef almıştır (TCMB, 1998 s.3).'' Bunu başarmak için 1997 yılında TCMB hem TL hem de döviz kurlarındaki istikrarı yakalamak adına politikalar yürütmüştür. Ancak uygulanan para politikaları etkili olmamıştır. Bu yılda da enflasyon oranı artış göstermiş ve %91 olarak gerçekleşmiştir. TL'nin döviz kuru karşısında değer kaybı ise geçen yıla göre %90,4 olmuştur.

İlk olarak Asya, ardından da Rusya'da meydana gelen küresel ekonomik krizler nedeniyle 1998 yılı oldukça zor geçmiştir. 1998 yılında mali disiplini ve istikrarı yakalamaya çalışan merkez bankası, diğer yıllarda olduğu gibi bu hedefi gerçekleştirebilmek adına oldukça zorlanmıştır. Rusya krizinden dolayı, özellikle ihracatın büyük bir kısmının Rusya'ya yapılması, bu yılda dış ticaret dengesini oldukça olumsuz etkilenmiştir. Krizin etkilerinin hemen ortaya çıkmaması nedeniyle 1998 yılında enflasyon oranı %54,3 seviyelerinde kalmıştır. Ayrıca TL' in döviz kuru karşısında değer kaybı bir önceki yıla göre azalış göstermiş ve %52,7 olmuştur.

1999 yılına gelindiğinde; TCMB 1994 yılından beri sergilemiş olduğu tutumu devam ettirmiş, enflasyon oranlarını düşürmek ve mali disiplini sağlamaya yönelik uygulamalarda bulunmuştur. 1999 yılında daha önceki yıllarda meydana gelen küresel krizlerin neden olduğu, iç ve dış talepte bir azalma gözlemlenmiştir. Özellikle iç talebin daralması, enflasyon oranları üzerinde kısa dönemde olumlu bir etki yaratmıştır. TCMB enflasyon oranlarını kendi kontrolü altında tutmayı hedeflemiş, döviz kuru politikalarını da bu hedef doğrultusunda şekillendirmiştir. 1999 yılının ilk çeyreğinde ekonomide olumlu hava hâkim olmuştur. Ancak 1999 yılında Türkiye' in tarihinde yaşadığı en büyük doğal afet olan Marmara Depremi'nin neden olduğu hasarı karşılamak için kamu harcamalarında beklenmedik bir artış yaşanmış ve kamu borç stokunda artış meydana gelmiştir. Buna ek olarak toplumda, siyasi alanda da beklentilerin oldukça olumsuz

olması, koalisyon hükümetinin tekrar seçime gideceği kaygısı, istikrar ortamının yok olacağı endişesinin artmasına ve spekülâtif atakların hızlanmasına neden olmuştur. Yine 1999 yılında IMF ile 17. Stand-By düzenlemesi yapılmıştır. 1999 yılı enflasyon oranı %68 olarak gerçekleşmiştir. Yine bu yılda TL'nin döviz karşısındaki değer kaybı %71 seviyelerinde gerçekleşmiştir.

1999 yılında IMF ile yapılan anlaşmaya göre; 2000 yılının başında 90'lı yıllarda sürdürülmüş olan mali disiplin ve para politikasının etkinliğini yakalama politikası çerçevesinde, enflasyon oranlarını düşürmek için Enflasyon Düşürme Programı uygulamaya konulmuştur. Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nda (tarihsiz, s.12), bu programın amacı, istikrarsızlık ortamının tamamen ortadan kaldırılması ve ekonomik düzenlemelerle birlikte, ekonomik altyapının sağlamlaştırılması olmuştur. Ayrıca bu programdaki asıl hedef, üç yıl içerisinde enflasyon oranlarını tek haneli rakamlara getirebilmek hedeflenmiştir. Bunun için de gerekli yapısal reformlar gerçekleştirilip para ve maliye politikalarının etkinliğini arttırmaya yönelik adımlar atılması amaçlanmıştır. Bu doğrultuda yüksek seyreden faiz oranlarının uygun görülebilecek seviyelere çekilmesi, istikrarlı bir ekonomik büyümenin hedeflenmesi, ekonomideki kırılganlıkların giderilerek bankacılık sektörünün güçlenmesi hedeflenmiştir. Enflasyonu Düşürme Programı dâhilinde hedeflenen enflasyon rakamları sırasıyla; 2000 yılı için %25, 2001 yılı için %12 ve 2002 yılı için %7 olarak belirlenmiştir. TCMB, döviz kurlarında oluşabilecek belirsizliği azaltmak için, 2000 yılı sonunda TL'nin 1 Amerikan doları ve 0,77 Euro'dan oluşan kur sepeti karşısındaki değer kaybının, yılsonu için hedeflenen TEFE oranı kadar olacağını önceden açıklamıştır.<sup>14</sup> Bununla birlikte IMF ile bankacılık sektörünün güçlendirilmesine yönelik çalışmaların yapılması ve hükümetin ödemiş olduğu maaş ve ücretlerin yılsonunda enflasyon oranı kadar yapılacağını açıklanması, Enflasyonu Düşürme Programı'na güveni arttırmış, bu durum piyasalarda olumlu karşılanmıştır. Oluşan bu olumlu hava karşısında; faiz oranlarının düşmesi, ülkeye olan güven duygusunun artmasıyla birlikte piyasalarda hareketlilik, sermaye hareketlerinin tekrar ülkeye yönelmesini sağlamıştır.

Yaşanan tüm bu olumlu gelişmeler sermaye hareketlerinin Türkiye'ye yönelmesine ve TL'nin döviz kuru karşısında değer kazanmasına sebep olmuş, bu ise

---

<sup>14</sup> Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası [TCMB] 2001. Ankara, s. 71, Raporunda yıl sonu için beklenen enflasyon oranı %20 olarak açıklamıştır.

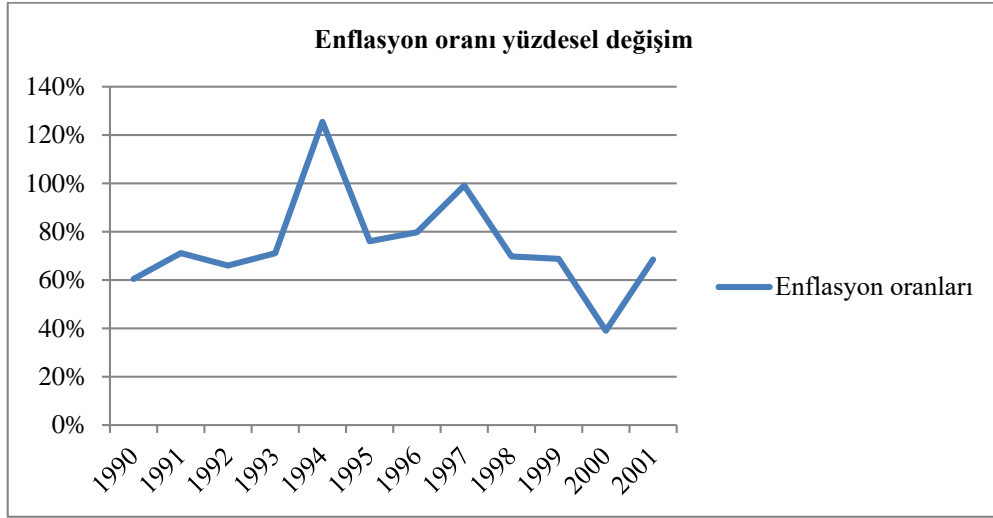


ithal mallarına olan talebin artmasına neden olmuştur. Yaşanan bu gelişmeler TL'ye olan spekülâtif atakları da hızlandırmıştır. Ekonominin henüz finansal derinliğe sahip olmaması ve yapısal reformların bir türlü gerçekleştirilememesinden ötürü ekonomik kırılganlığın artması ve ithalat talebinin giderek yükselmesiyle cari açık problemiyle tekrar karşılaşmıştır. Bu dönemde cari açık bir yıl öncesine göre %89,1 oranında artış göstermiştir. Cari açığın çok yüksek seviyelere ulaşmasına karşın aşırı değerli TL devalüasyon söylentilerinin yayılmasına neden olmuştur. Ayrıca bankacılık sektöründeki bozuklukların da artması, ekonomideki kötü gidişatı hızlandırmıştır. Nitekim bu olumsuz durum karşısında piyasaya müdahale eden TCMB'nin döviz rezervlerinde büyük oranda azalma yaşanmıştır. Borcu borçla kapatan TCMB tekrar IMF' den yardım istemek zorunda kalmış ve 'Enflasyonu Düşürme Programı'na olan güvende yitirilmiştir. 2000 yılı sonu itibariyle enflasyon oranı her ne kadar son yılların en düşük oranı olsa da 'Enflasyonu Düşürme Programı'nda hedeflenen % 20'lik orandan çok daha yüksek gerçekleşmiş ve yılsonu için %39 seviyesinde olmuştur.

TCMB (2002, s.13)' te belirttiği gibi, 2001 yılına gelindiğinde cari açık artmaya devam etmiş, ekonomide bir türlü istenilen istikrar ortamının sağlanamaması ve ayrıca bankaların yükümlülüklerini yerine getirmeme sorunu devam etmiştir. Tüm bu olumsuz gelişmelerle birlikte o dönemde siyasi belirsizliklerin de yeniden artması ve 19 Şubat 2001' de dönemin cumhurbaşkanı ve başbakanı arasında geçen tartışma sonucu ülke tarihinin en büyük finansal kriziyle karşı karşıya kalınmıştır. Bu krizle beraber iç ve dış piyasada dövize yönelik bir talep patlaması yaşanmıştır. Bu durum karşısında merkez bankasının döviz rezervleri üç gün içerisinde 5,3 milyar dolar azalmıştır. Şubat Kriziyle birlikte faiz oranları gecelik %7.500 seviyelerine kadar çıkmıştır. Uygur' a (2001, s.23)' göre, bu kriz neticesinde enflasyonu düşürme programı uygulanamaz hale gelmiştir. TCMB döviz rezervlerini korumak ve TL'nin aşırı değer kaybını önlemek için 22 Şubat 2001 de dalgalı döviz kuruna geçme kararı almıştır.

1990'lı yıllarda enflasyon oranlarında aşırı dalgalanmalar yaşanmıştır. Ayrıca 1990 yılından itibaren 2001 yılına kadar ki dönemde enflasyon oranlarını düşürmek için çeşitli politikalar izlemiş olan merkez bankasının, istenilen başarıyı yakalayamadığı görülmektedir. Bu başarısızlığın nedeni; yaşanan ekonomik krizlere ve siyasi istikrarsızlığa bağlansa da, ülkenin ekonomik altyapısının gelişmemiş olması ve bu yüzden ekonomik kırılganlığın yüksek olması da önemli bir etkidir. Buna bağlı olarak ani sermaye hareketleri sonucunda, döviz kuru dalgalanmaları yurt içi fiyatlarda ani

değişikliklere yol açmıştır. Ani fiyat dalgalanmaları ise, fiyat istikrarından uzaklaşılmasına sebep olmuştur. Yaşanan bu olumsuz etkilerin yanında, siyasi belirsizliklerin yaşanmasıyla beraber mali baskınlığın artması TCMB'yi asıl görevi olan fiyat istikrarını sürdürme hedefinden uzaklaştırmıştır. Dolayısıyla bu dönemde, bu olumsuz gelişmelere karşın TCMB etkili bir para politikası uygulayamamış ve enflasyon oranlarını istediği gibi kontrol edememiştir. Şekil 3.1'de incelenen dönemde gerçekleşen enflasyon oranlarının seyri gösterilmiştir.



Şekil 3.1. 1990-2001 Enflasyon Oranları Yüzdesel Değişimi (TCMB)

Şekil 3.1'den anlaşılacağı üzere 1990 ve 2001 yılları arasında gerçekleşen enflasyon oranlarının bir hayli yüksek olduğu görülmektedir. Türkiye bu dönemde her ne kadar enflasyon oranlarını aşağıya çekmek için çeşitli politikalar izlenmişse de bu politikaların istenilen başarıyı sağlayamadıkları sonucuna varılabilir. Enflasyon oranlarının 1990 yılından 1994 yılına kadar sürekli olarak arttığı ve bu dönemde üç haneli rakamlara ulaştığı görülmektedir. Enflasyon oranlarının bu dönemden sonra ise, nispeten aşağıya doğru bir yol izlemesine karşın yine bu dönemde yıllık ortalama % 60 seviyelerinde olduğu anlaşılmaktadır.

### 3.2 Örtük Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Dönemi: 2002-2005

2001 yılının Şubat ayında Türkiye tarihinin en büyük ekonomik krizini yaşamasıyla birlikte, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası sabit döviz kuru sistemini bırakıp esnek döviz kuru sistemine geçmiştir. “Bu dönemde TCMB döviz kurlarını dalgalanmaya bırakmış ve Türkiye'nin uzun yıllardır kronikleşmiş olan enflasyon

sorununu çözmek için enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya koymuştur. (Kara, Orak 2008, s.36)''

Ekonomik istikrarı tekrar sağlamak, toplum refahını yükseltmek, istikrarlı büyüme rakamlarını yakalamak ve fiyat istikrarını sağlamak için 'Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı' uygulanmaya konulmuştur. TCMB bu dönemde doğrudan açık enflasyon hedeflemesi yerine örtük enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamıştır. Açık enflasyon hedeflemesi stratejisinden önce örtük enflasyon hedeflemesinin yapılması, Türkiye'nin uzun yıllardır yaşadığı ekonomik dalgalanmaların neden olduğu bu durum, ekonomik altyapı yetersizliği ve finansal derinliğin olmamasından kaynaklıdır. Ermişoğlu'nun (2011, s.37)' da belirttiği gibi; enflasyon oranlarının yüksek seviyelerde olması da örtük enflasyon stratejisinin uygulanmasının diğer bir nedenidir. Öte yandan Özdemir'in (2013, s.188) vurguladığı gibi, Merkez bankasının örtük enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamasının diğer bir nedeni de 2001 krizi sonrası cari açığın aşırı artması ve bankacılık sektörünün kırılganlığının yükselmiş olmasıdır. Bu sebeplerden dolayı merkez bankası bu dönemde örtük enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulama kararı almıştır. Buradaki amaç; TCMB'nin başarılı bir enflasyon hedeflemesi gerçekleştirebilmesi için enflasyon hedeflemesinin ön koşullarını tam olarak yerine getirmenin enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısı için önemli bir etken olmasıdır.

Enflasyon hedeflemesinin açık olarak duyurulmasına kadar ki dönemde TCMB hem finansal derinliği sağlamaya çalışmış hem de bu önkoşulları yerine getirmeye çalışmıştır. Bunun yanında uyguladığı para politikalarıyla beraber fiyat istikrarını yakalayıp, gelecek dönem enflasyon oranlarını düşürmeyi amaçlamıştır. Bu amaçlar doğrultusunda kısa vadeli faiz oranlarını enflasyonla mücadele edebilmek için para politikası aracı olarak kullanmıştır. Ayrıca para tabanını da bir çapa olarak kullanmıştır. TCMB'nin para tabanını bir çapa olarak kullanmasının nedeni ise; enflasyon hedefleriyle uyumlu parasal genişlemeyi öngörmeyen bir para politikasının uygulanmak istenmemesi olmuştur (TCBM, 2003, s.75). TCMB uyguladığı politikalarda bunlardan yararlanmıştı. Enflasyon oranlarını açıklamada fiyat endeksi olarak TÜFE değişkenini kullanılmıştır. Enflasyon tahminlerini bir yılsonu olarak duyurmuştur.

2002 yılında TCMB'nin doğrudan enflasyon hedeflemesi yerine örtük enflasyon hedeflemesi stratejisini seçmesinde, ülkenin içerisinde bulunduğu mali baskınlığın yüksek olması da ayrıca önemli bir etken olarak gösterilebilir. 2001 kriziyle birlikte birçok özel bankanın yükümlülüklerini yerine getirememesi sonucu kamu, birçok özel

bankanın borçlarını üstlenmiştir. Bunun sonucunda kamunun borç stoku artmıştır. Artan borç stokunun büyük bir çoğunluğunun da döviz kuru cinsinden olması ve yine bu dönemde döviz kurlarının TL karşısında aşırı artış göstermesi TCMB'nin uygulamış olduğu para politikalarını sınırlandırmıştır. Bu aksaklıkların giderilmesi için bankacılık kanunu<sup>15</sup> çıkarılmış ve ekonomideki kırılganlıkların önüne geçmek ve ekonominin sağlam bir yapı kazanması için yeni önemler alınmıştır

Merkez bankasının daha öncesinden bağımsızlığını tam olarak yakalayamamış olması örtük enflasyon hedefini seçmesinde ayrıca etkili olmuştur. Bu dönemde TCMB'nin bağımsızlığını yakalamaya yönelik adımlar atılmıştır. Buna göre; 2001 krizinden sonra uygulanan yeni program dâhilinde, merkez bankasının bağımsızlığını yakalaması için; merkez bankasının kamuoyuna karşı şeffaflığını ve hesap verilebilirliğini arttıran, TCMB'nin hedefini net bir şekilde açıklayan ve bu hedef doğrultusunda uygulayacağı para politikalarında bağımsızlığını ifade eden bir kanun çıkarılmıştır. Bununla birlikte; merkez bankasının nihai hedefinin fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olduğu resmen ilan edilmiştir.

TCMB (2003, s.102) yayınladığı yıllık raporunda belirttiği gibi, 2002 yılından itibaren, dalgalı kur rejiminin uygulamaya konulmasıyla döviz kurları üzerinde herhangi bir müdahalesinin olmayacağını, döviz kuru dengesinin piyasa dengesine göre belirleneceğini açıklamıştır. Ayrıca döviz kuru müdahalelerinin sadece aşırı dalgalanmalar meydana gelmesi halinde olabileceğini vurgulamıştır. Döviz alımlarını yalnızca rezervlerini arttırmaya yönelik döviz alım ihaleleriyle gerçekleştirdiği belirtilmiştir.

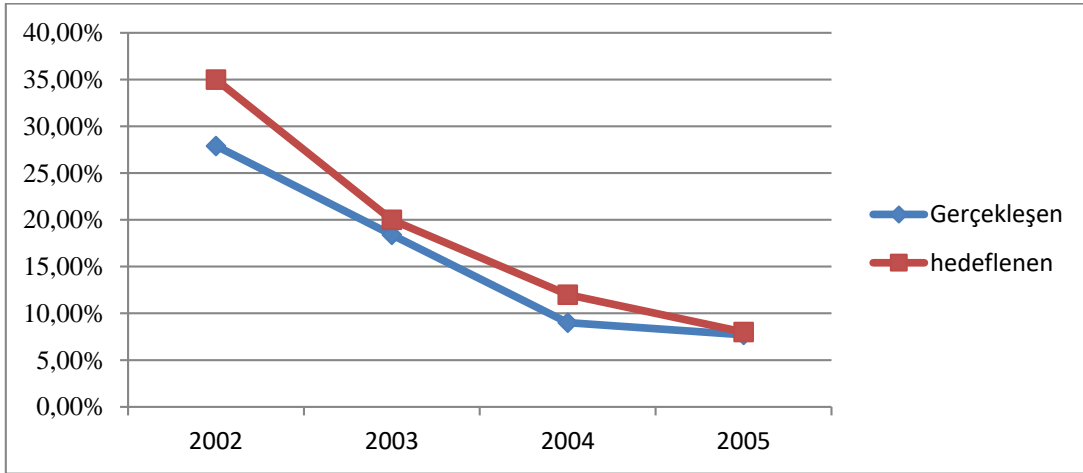
Bu gelişmeler ışığında 2002 yılından itibaren ekonomi yeniden toparlanma sürecine girmiştir. Uygulanan politikalarla güven ortamı tekrar sağlanmış ve bunun neticesinde yurtiçi üretim tekrar artmaya başlamıştır. Böylece ihracatın tekrar artmasına olanak verilmiştir. Yine bu dönemde döviz kurlarının aşırı dalgalanmasının önüne geçilmiştir. Fiyatlardaki düşüşle beraber döviz kuru oynaklığının da azalması, döviz kurlarındaki değişimin yurtiçi fiyatlara geçişinin de azalma eğiliminde olduğu bu dönem için söylenebilir. “Ekonomideki belirsizliklerin azalması ve ekonomiye duyulan

---

<sup>15</sup> 19 Aralık 1999' da çıkarılan kanunla özerk bir yapıya sahip olan Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), 2001 krizi sonrasında günümüze bankaların iç ve dış piyasadaki rekabet güçlerini korumayı amaçlamaktadır.

güvenin artmasıyla birlikte faiz oranları da bir önceki yıla göre azalmıştır (TCBM, 2003, s.19).”

2001 yılında %35 olarak tahmin edilen enflasyon oranları 2002 yılında %29,7 seviyesinde gerçekleşmiştir. Daha sonraki üç yıl için 2003’te %20, 2004’te %12 ve 2005’te %8 olarak hedeflenen enflasyon rakamları ekonomideki iyiye gidişle birlikte hedefin daha da altında gerçekleşmiştir. 2003 yılında %18,4, 2004 yılında %9.9 ve 2005 yılında 7.7 olarak olumlu sonuçların alınması sağlanmıştır (Şekil 3.2). Yine 2002-2005 yılları arasında, TL döviz kurları karşısında görece olarak istikrarlı bir seyir izlemiştir. Türk Lirası; 2003 yılında bir önceki yıla göre %15, 2004 yılında %4 değer kazanırken, 2005 yılında %3 değer kaybı yaşamıştır. Benialper ve Cömert’ e (2014, s.8) göre bu yıllarda enflasyonu etkileyen en önemli unsur döviz kurundaki değişimlerdir.

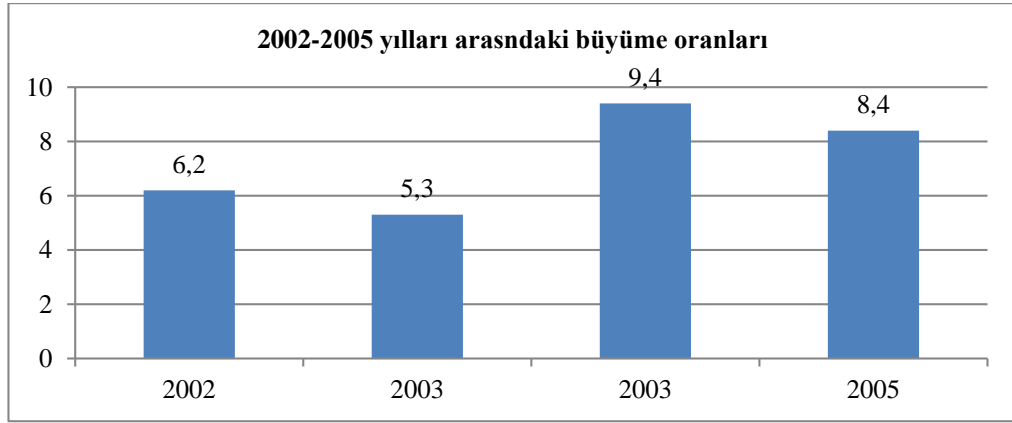


**Şekil 3.2.** Örtük Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları (TÜİK)

Örtük enflasyon hedeflemesiyle beraber, 90’lı yıllardan beri Türkiye ekonomisinin içinde bulunduğu koşulların etkisiyle bir türlü istenen seviyelere indirilemeyen enflasyon, 2005 yılı itibariyle tek haneli rakama indirilebilmiştir.

Üç yıl içerisinde uygulanan sıkı para ve maliye politikalarının etkili olması, finansal sistemin altyapısının sağlamlaştırılmaya yönelik politikalar ve finansal derinliğin nispeten sağlanmış olması, ayrıca merkez bankasının bağımsızlığını ve hesap verilebilirliğini sağlamaya yönelik uygulamalardaki istikrar, bu dönemde yakalanan başarıda önemli belirleyicilerdir. Bunlara ek olarak TCMB’nin hükümetle bir arada uyum içinde para ve maliye politikalarını yürütmüş olmaları da bu dönemdeki başarının önemli etkenlerindedir. Diğer yandan yakalanan başarıda uygulanan para ve maliye

politikalarından taviz verilmemesi de çok önemlidir. Ekonomideki bu gelişmelere ek olarak, örtük enflasyon hedeflemesi döneminde büyüme rakamlarında da bir istikrar yakalandığı görülmektedir (Şekil:3.3). 2002-2005 yılları arasında ortalama %7,3 büyüme oranlarının yakalanması ekonomiye olan güvenin artmasını sağlamıştır. Bu yönüyle MB'nin uyguladığı para politikalarının etkililiğinden ve dolayısıyla başarısından söz etmek mümkündür.



Şekil: 3.3. Türkiye’de örtük enflasyon dönemindeki büyüme oranları (TÜİK)

Örtük enflasyon dönemi boyunca uygulanan sıkı para ve maliye politikalarının süreç boyunca taviz verilmeden sürdürülmesi, ekonomideki yapısal reformları gerçekleştirmeye yönelik adımların devam etmesi, merkez bankasının bu dönem boyunca bağımsızlığını yakalamaya yönelik adımların atılmış olması, döviz kurunun yurtiçi fiyatlara geçiş etkisinin diğer yıllara göre düşmesi, fiyat dalgalanmalarının azalması ve hükümetin TCMB’nin uyguladığı politikalarda yanında olması, o dönemde AB ile tam müzakerelerin yaşanması gibi etkenler ekonomideki istikrar ortamının sağlanmasına ve büyüme oranlarının istikrarlı bir şekilde seyretmesine yardımcı olmuştur.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, örtük enflasyon hedeflemesi stratejisini uygularken, zaman zaman stratejinin uygulamasına yönelik zorluklarla da karşılaşmıştır. Bu zorlukların başında ekonomide görülen toparlanmayla birlikte geleceğe yönelik olumlu beklentilerin artmış olması ve bu beklentilerin TCMB ve hükümet tarafından hangi oranda karşılanabilecek olması gösterilebilir. Yani burada, artan taleple birlikte ekonominin bu talebi karşılayıp karşılayamaymasından kaynaklı olan olumsuzluk dile getirilmektedir.

Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde kullanılan fiyat endeksinin hesaplanmasında da günümüz koşullarına uygunluğu için değişikliğe gidilmiştir. Bu bağlamda TCMB tarafından kullanılan TÜFE değişkenindeki mal sepeti içerisinde yer alan mallar günümüze uygun bir şekilde yenilenmiş ve TÜFE'nin hesaplama yöntemi değiştirilmiştir.

Kara ve Orak'ın (2008, s.42) belirttiği üzere, örtük enflasyon hedeflemesine geçildiği dönemde, gerekli verilerin daha önceki yıllarda sağlıklı bir şekilde elde edilememesi ve ekonometrik analizler için istenilen düzeyde olmaması, TCMB'yi enflasyon oranlarının tahmininde oldukça zorlamıştır. Gerçekleştirilen yapısal reformların ardından ekonomik verilerin daha uygun bir şekilde elde edilmesi sağlanmış ve yorumlanması da değiştirilmiştir. Bu ise kullanılan ekonometrik uygulamalar için olumsuz sonuçlara neden olmuştur. Zira elde edilen verilerin değişmesiyle birlikte yeni verilerin yeteri kadar geçmiş zamana gitmemesi, yeterli veri tabanının oluşturulamamasına neden olmuştur.

Tüm bunların yanında TCMB, “2005 yılını geçiş yılı olarak görmüştür (Ceylan, 2013, s.67).” Gerekli yapısal reformların gerçekleştirilmesi, finansal derinliğin göreceli olarak sağlamalaştırılması, bunda etkili olmuştur. Ayrıca açık enflasyon hedeflemesinin başarısı için gerekli olan enflasyon oranlarının düşmesi ve nispeten fiyat istikrarının yakalanmış olması da etkili olmuştur. Bu dönemde merkez bankasının uyguladığı para politikaları hakkında düzenli olarak kamuoyunu bilgilendirmesi TCMB'nin şeffaflık ve hesap verilebilirliğini arttırmıştır. Ayrıca MB'nin 2005 yılını geçiş yılı olarak görmesinin diğer bir önemli nedeni: TL'den altı sıfırın atılmasıdır. TL'den altı sıfırın atılması, merkez bankasının uyguladığı para politikalarının güvenilirliğinin sağlanmasında etkili olmuştur. Böylece örtük enflasyon hedeflemesi stratejisiyle finansal piyasadaki gerekli yapısal reformların sağlanmasıyla birlikte açık enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasına zemin hazırlamıştır.

### **3.3. Açık Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Dönemi: 2006- 2010**

Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde, açık enflasyon hedeflemesi için gerekli olan ön koşulların görece olarak sağlanmış olmasından dolayı TCMB 2006 yılında resmen açık enflasyon hedeflemesi stratejisine geçmiştir.

Açık enflasyon hedeflemesiyle beraber TCMB fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek amacıyla etkin bir şekilde para politikası uygulamalarına devam etmiştir. Uygulamış olduğu para politikalarında şeffaflığı, hesap verilebilirliği ve merkez

bankasının bağımsızlığını ve TCMB' ye olan güveni geliştirmeye yönelik adımlarını sürdürmüştür. Daha önceki yıllarda olduğu gibi hükümetle birlikte hareket edilmiş, yakalanan ekonomik başarının devam edebilmesi için yapısal reformlar sürdürülmüştür. Bunlara ek olarak para ve maliye politikalarındaki güçlü duruşun devam ettirilmesi amaçlanmıştır. TCMB örtük enflasyon hedeflemesi stratejisinde olduğu gibi, para politikası araçlarından kısa vadeli faiz oranlarını etkin bir şekilde kullanmayı bu dönemde de devam ettirmiştir.

Merkez Bankası, uyguladığı para politikası kararlarını, önceden belirlenmiş olan bir tarihte açıklamaya başlamıştır.

“Yine enflasyon oranları hakkında üçer aylık raporlar hazırlamış ve hesap verilebilirliğini arttırmak için enflasyon oranlarında her hangi bir nedenle hedeften sapma olduğunda, hükümete ve kamuoyuna karşı açık mektup uygulamasını başlatmıştır (TCBM, 2007, s.37).”

Buradaki amaç hükümete enflasyon hedeflemesinde herhangi bir sapmanın olması durumunda, sapsmaların neden kaynaklandığını açıklamak ve gerekli önlemler için atılacak adımları hükümete açıklamaktır. Açık mektup uygulamasında, TCMB ayrıca kamuoyuna da uygulayacağı para politikası kararları hakkında açıklama yapmaya başlamıştır. Açık mektup uygulamasıyla kamuoyu tarafından TCMB'nin uyguladığı politikaların daha anlaşılır hale gelmesi de sağlanmıştır. Bununla birlikte merkez bankası kamuoyunun piyasada orta vadeli tahminlerini de şekillendirmeyi amaçlamıştır. Merkez bankası yine bu dönemde örtük enflasyon hedeflemesi stratejisinde olduğu gibi açık enflasyon hedeflemesi stratejisinde de dalgalı döviz kuru uygulamasına devam ettirmiştir. TCMB, döviz kurlarının piyasadaki dengeye göre oluşacağını, döviz kurlarına müdahalenin sadece gerekli görüldüğü takdirde ve önceden açıklanmış olan tarihlerde belirlenen sınırlar dâhilinde yapılacağını açıklamıştır (TCMB, 2007, s.40). Buna ek olarak TCMB sadece döviz rezervlerini arttırmak için döviz alım ihaleleri yoluyla döviz rezervlerini arttırmaya çalışmıştır. Bunun nedeni de gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarının çoğunun yaptığı gibi döviz rezervlerini yükselterek, TCMB' ye olan güveni arttırmak ve oluşabilecek herhangi bir dış şok karşısında piyasaya müdahalesinin daha etkili sonuçlar vermesini sağlamaktır.

Açık enflasyon hedeflemesinde TCMB, nokta hedef stratejisi uygulamaktadır. Ancak; nokta hedefin tam olarak gerçekleşmesinin neredeyse imkânsız olması ve ayrıca herhangi bir nedenle hedeflenen enflasyon oranında bir değişiklik olması durumunda merkez bankasına olan güvenin sarılacak olmasından dolayı, MB nokta hedef etrafında



hedef bant aralığı belirlemiştir. Bu bağlamda nokta hedef etrafında, hedef bandı için +/- %2 puan aralığı seçilmiştir.

TCMB, enflasyon hedefleme ufku tahminini başlangıçta iki yıl olarak ilan etmiştir. Ancak 2006 yılından itibaren hedeflenen enflasyon oranlarını yakalamada başarısızlık gösterilmesi sonucu bu tahmin ufku üç yıla çıkarılmıştır. Bu tahmin aralığı ülkelerin kendi iç dinamiklerine göre değişkenlik gösterebilmekle beraber, genellikle gelişmekte olan ülkeler iki yıl olarak belirlemektedir.

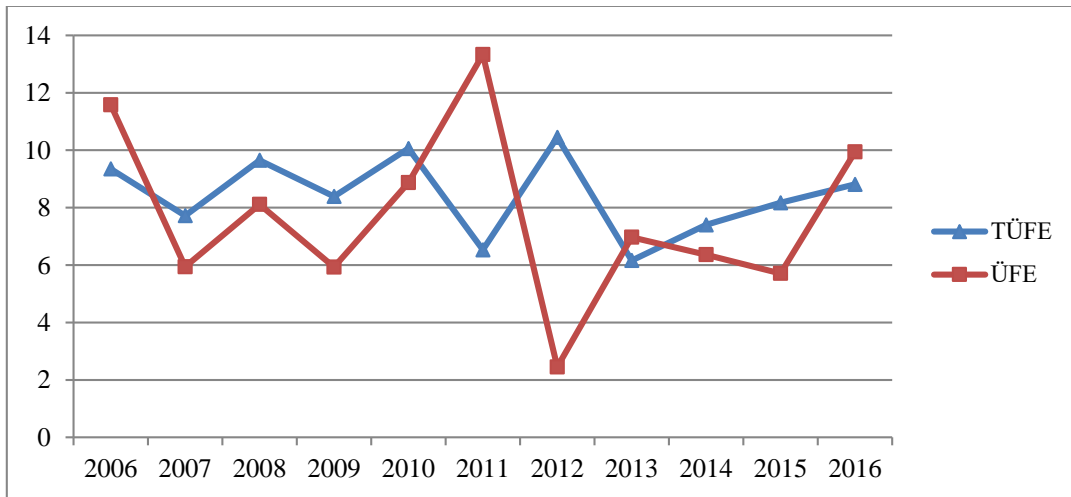
Açık enflasyon hedeflemesi stratejisinde geçen yıllarda olduğu gibi yine TÜFE değişkeni enflasyon oranlarını açıklamada fiyat endeksi olarak kullanılmıştır. Hükümetle işbirliği içerisinde olmaya devam edilmiş, bu doğrultuda 2006 yılı için %5, 2007 yılı için %4 ve 2008 yılı için de %4 olmak üzere üç yıllık enflasyon oranları beklentisi açıklanmıştır.

TCMB'ye (2007, s.28) göre, 2006 yılıyla beraber küresel dünyada işlenmemiş gıda ve ham petrol fiyatlarının artması ve yine o dönemde gelişmiş ülkelerin enflasyon korkusuyla faizlerini arttırma eğilimine girmesi, gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerini olumsuz etkilemiştir. Bu bağlamda Türkiye'de yaşanan bu olumsuzluklardan etkilenmiştir. Dolayısıyla 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle birlikte merkez bankasının daha öncesinden ilan etmiş olduğu hedefler doğrultusunda hedeflerini yakalayamamış olduğu görülmektedir. 2006 yılında arz şoklarının etkisi; ham petrol fiyatları, işlenmemiş gıdaların fiyatlarının artması, sermaye hareketlerinin hızlanması ve bunlara ek olarak döviz kuru oynaklığının artması sebebiyle enflasyon oranlarında bir yükselmenin söz konusu olduğu merkez bankası tarafından açıklanmıştır ( TCMB, 2007, s.36). Bu dönemde TL'nin Amerikan Doları karşısında değer kaybı bir önceki yıla göre %5,22 civarında olmuştur. Yine bu dönemde, döviz kurlarının TL karşısında yeniden değer kazanmaya başlaması nedeniyle yurtiçi fiyat dalgalanmalarını ve enflasyon oranlarının hedeften sapmasını önlemek için, merkez bankası parasal sıkılaştırma yoluna giderek uzun yıllardır yapmadığı kadar faiz artırımını yapmak zorunda kalmıştır. Ekonomide yaşanan bu olumsuzluklar karşısında 2006 yılında hedeflenen %5 enflasyon oranı tutturulamamış ve enflasyon oranı

yılsonunda %9.65 olmuş ve bant aralığının da üzerinde gerçekleşmiştir. Ayrıca 2006 yılında Üretici Fiyat Endeksi<sup>16</sup> (ÜFE) %11,58 olmuştur.

2006 yılından itibaren işlenmemiş gıda ve enerji fiyatlarındaki değişimler gelişmekte olan ülke ekonomilerini olumsuz etkilemiştir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinde fiyat endeksi olarak TÜFE'yi kullanan TCMB' de bu değişimlerden olumsuz etkilenmiş ve açık enflasyon hedeflemesi döneminde fiyat istikrarını sağlamada bir hayli zorlandığı görülmüştür. 2006 yılından itibaren TCMB tarafından yayımlanan yıllık raporlarda ÜFE değişkenine daha sık yer verilmiştir. Çünkü mal sepeti içerisinde yer alan gıda ve enerji fiyatlarının yükselmesinin, TÜFE'yi olumsuz etkilediğine değinilmiştir. Yani burada TCMB (2007, s.34), kendi elinde olmayan nedenlerle, dünya genelinde artan fiyat artışlarının hem ÜFE'yi hem de TÜFE'yi etkilediği sonucuna varmıştır. Bu açıklama ise; merkez bankasının uyguladığı para politikalarının dışında meydana gelen ani fiyat değişimlerinde, para politikasının etkinliğinin sürmesine ve MB'nin güvenilirliğinin sağlanmasına yardımcı olmaktadır.

Açık enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle birlikte TCMB'nin ÜFE'ye daha fazla değinmesine rağmen bu dönemde ÜFE'de aşırı dalgalanma yaşandığı görülmektedir Şekil (3.4). ÜFE' deki 2006 yılından sonraki dönemde değişim aşağıdaki şekil 3.4'te görülmektedir.



**ŞEKİL 3.4.** Açık enflasyon hedeflemesi stratejisinde yıllara göre TÜFE ve ÜFE'nin yüzdesel değişimi<sup>17</sup> (TÜİK, TCMB)

<sup>16</sup> 2005 yılında TCMB'nin, kullandığı fiyat endeksleri güncellenmiştir. Bu bağlamda ÜFE içerisinde yer alan malların ağırlıklarını da değiştirmiş ve fiyat değişimlerini daha net görebilmek için sepetin içerisinde yer alan malların ağırlıklarını günümüze uygun hale getirmiştir.

<sup>17</sup> TÜFE ve ÜFE' deki değişim oranları bir yıl önceki yılın aralık ayına göre değişimleri yansıtmaktadır.

Bu dalgalanmaların sebebi olarak; döviz kurlarının fiyatlara geçiş etkisinin tekrar yükselmesi ve döviz kurlarının TL karşısında, özellikle 2008' den itibaren değerlenmeye başlamasıyla üretim maliyetlerini etkilenmesi gösterilebilir. Enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarının yükselmesi, dolayısıyla artan üretim maliyetleri de ÜFE'nin artışına sebep olmaktadır.

Merkez bankası 2007 ve 2008 yıllarında da hedeflemiş olduğu enflasyon oranlarını yakalayamamıştır.

2006 yılında açıklanan ve üç yıl olarak hedeflenen enflasyon oranları, açıklanan hedef enflasyon rakamlarının aksine 2007 yılında %8.39 ve 2008 yılında da %10.06 olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla bu dönem, başarısız bir enflasyon hedeflemesi dönemi olarak yorumlanmıştır. Yine bu yıllarda ÜFE; 2007 yılında %5,94 seviyelerinde gerçekleşmiş, 2008 yılında ise ÜFE; %8,11 olmuştur.

2007 ve 2008 yıllarında enflasyon oranlarının hedeften uzak gerçekleşmesinin nedeni, 2006 yılında olduğu gibi merkez bankası tarafından yıllık raporlarında, yaşanan arz şoklarına, buna bağlı olarak işlenmemiş gıda ve enerji fiyatlarının yükselmesine bağlanmıştır (TCMB, 2009). Bu dönemde TL'nin ABD doları karşısında değer kaybı devam etmiştir. 2007 yılında bir önceki yıla göre değer kaybı %17,6 olarak gerçekleşirken, 2008 yılında ise TL'nin ABD doları karşısında değer kaybı yine bir önceki yıla göre %31,23 olmuştur.

Merkez bankası, hedeflenen enflasyon oranlarını ilk yıllarda yakalayamamış olmasından dolayı farklı bir strateji uygulamasına yönelmiştir. Bunlardan bir tanesi yıllık yayımlanan raporlarda ÜFE' in daha sık dile getirilmesi olmuştur. Bir diğeri ise, enflasyon tahminlerinin üç yıla çıkarılmasıdır. Bunun nedeni ise, hedeflenen enflasyon oranlarına ulaşılmaması durumunda merkez bankasına olan güvenin sarsılacağı ve TCMB'nin uyguladığı para politikalarının etkinliğini yitirmesi korkusudur. Bu bağlamda; yaşanan olumsuzluklar nedeniyle merkez bankası hükümete açık mektup sunarak enflasyon hedeflerinin tekrar ekonomideki konjonktüre bağlı olarak yenilenmesi gerektiğini önermiştir. Yapılan görüşmeler sonucunda enflasyon hedeflemesi güncellenmiş, merkez bankası gelecek üç yıl için enflasyon oranlarını 2009 yılın için %7,5 2010 yılı için %6,5 ve 2011 yılı içinde %5,5 olarak güncellemiştir. Enflasyon hedeflemelerinin yeniden revize edilip, yeni hedefler seçilmesinin nedeni ise; merkez bankasının hedeflerini tutturamamış olmasından dolayı güvenilirliğini kaybetme korkusu ve uygulamış olduğu para politikalarının yetersiz bulunacağı kaygısıdır.

2007 yılında ABD’de konut krizi olarak başlayan ve 2008 yılında da tüm dünyayı etkileyen Mortgage Krizinin etkileri Türkiye’de hemen gözlemlenmemiştir. Çünkü; yaşanan ekonomik krizlerin etkisi sonraki yıllarda daha etkili olarak görülmektedir. Bunun neticesinde açıklanmış olan enflasyon tahminleri 2009’ da %6,53 ve 2010 yılında ise 6,4 olarak gerçekleşmiş ve gerçekleşmesi istenen hedeften daha aşağıda olmuştur. Enflasyon oranlarının tahmin edilenden daha düşük gelmesinin nedeni olarak TCMB (2011, s.37) tarafından; 2008 krizinden sonra özellikle gelişmekte olan ülkelere doğru artan sermaye hareketliliği gösterilmiştir. Yine bu yıllarda TL’nin ABD doları karşısında değer kaybı diğer yıllarda olduğu gibi devam etmiş, ancak nispeten değer kaybı daha az olmuştur. Bu kayıp, 2010 yılında bir önceki yıla göre %3,3 olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde ÜFE ise; 2009 yılı için %5,93 seviyesinde gerçekleşirken, 2010 yılında %8,87 seviyelerine çıkmıştır.

### **3.4. Açık Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Merkez Bankasının Yeni Görevi ve 2010 Yılı Sonrası Dönem**

2008 yılında yaşanan ekonomik krizin etkilerinin daha sonraki yıllarda yavaşlaması, gelişmekte olan ülkelerde iktisadi faaliyetlerin artmasını sağlamıştır. Bu dönemde gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere nazaran faiz oranlarının yüksek düzeylerde seyretmesi, sermaye hareketlerinin yoğun bir şekilde bu ülkelere doğru yönelmesine sebep olmuştur. Ancak; teknik altyapının, finansal derinliğin ve piyasaların tam olarak gelişmediği bu ülkelere yönelik ani sermaye hareketleri, ülkelerin ekonomilerini olumsuz yönde etkilemiştir. Çünkü ani sermaye hareketleri gelişmekte olan ülke ekonomileri için, kırılگانlıkların ve makroekonomik dengesizliklerin yaşanmasına neden olmaktadır. Başçı ve Kara’ ya (2011, s.2) göre; bu durum Türkiye ekonomisi açısından da iç ve dış talepte dengesizliklerin artmasına sebep olmuştur.

TCMB, yaşanan bu dengesizlik ortamında özellikle enflasyon hedeflemesi stratejisi döneminde, fiyat istikrarını yakalamak ve sürdürmek için etkin bir şekilde kullandığı para politikası araçlarından kısa vadeli faiz oranlarının, bu dönemde iç ve dış dengeyi sağlamada yetersiz kaldığını görmüştür. Yine Başçı ve Kara’nın (2011, s.3) vurgulamış olduğu gibi, merkez bankası bu dönemde, oluşabilecek ani sermaye hareketlerinin yaratabileceği ekonomik kırılگانlığa karşı, para politikası araçlarını geliştirmeyi ve çeşitlendirmeyi amaçlamıştır. Bundan dolayı merkez bankası bu dönemde, para politikası araçlarından kısa vadeli faiz oranlarına ek olarak, artan sermaye hareketliliği sonucu hem iç hem de dış talepte oluşan dengesizliği gidermek

için yeni para politikası araçları geliştirmiştir. Bu doğrultuda TCMB; faiz koridoru, zorunlu karşılıklar, rezerv opsiyon mekanizması (ROM) gibi para politikası araçlarının daha etkin bir şekilde kullanılmasına önem vermiştir.

Merkez bankası bu yeni para politikası araçlarıyla sermaye hareketlerini sınırlandırarak, TL'nin döviz kurları karşısında aşırı değerlenmesini önlemeye çalışmış, ayrıca ani döviz kuru dalgalanmalarına karşı esneklik kazanarak piyasaların daha rahat hareket etmesini hedeflemiştir.

'Bu doğrultuda temel politika aracı kısa vadeli faiz oranlarına ek olarak, borç verme ve borç alma faiz oranları arasında oluşan faiz koridoru ve zorunlu karşılıkları bir arada kullandığı bir para politikası bileşenini etkin bir şekilde kullanmıştır (TCMB, 2012 s.46).'

Bu duruma örnek olarak; 2011 yılının sonlarına doğru kısa vadeli sermaye çıkışlarının hızlanması üzerine, TCMB'nin bankacılık sektörünü korumak için bankaların zorunlu karşılıklarda döviz cinsinden borçlanma oranını düşürmesi gösterilebilir.

Bunlara ilaveten merkez bankası daha önceki yıllarda sürdürmüş olduğu hedefine ek olarak, yeni para politikası araçlarıyla birlikte, fiyat istikrarını yakalamanın yanında finansal istikrarı da kapsayan bir hedef seçmiştir. Fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da kendine görev edinen merkez bankasının amacı, ekonomide oluşan dalgalanmaların önüne geçmek ve makroekonomik istikrarı sağlamak olmuştur. Böylece ekonomideki kırılganlıklar azaltılarak güven ortamının sağlanması amaçlanmıştır. Ekonomideki kırılganlıkların azalmasıyla birlikte; hem fiyat istikrarının yakalanıp istikrarlı bir büyümeye olanak sağlamakta hem de bu sayede yabancı sermayenin dengeli bir şekilde ülkeye yönelmesine imkân vermektedir. Böylece, TCMB bu dönemde iç ve dış talep dengesizliklerinin önüne geçerek dengeyi sağlamak istemiştir.

2010 yılı ortalarından itibaren, merkez bankası 2006 yılından beri uyguladığı enflasyon hedeflemesi stratejisi çevresinde, fiyat istikrarını sağlamaya yönelik çalışmalarına; finansal istikrarı da kapsayacak şekilde devam etmiştir. Merkez bankasının artık tek hedefi fiyat istikrarını yakalamak değil aynı zamanda makroekonomik riskleri de yöneterek finansal istikrarı sürdürmek olmuştur.

Her ne kadar TCMB, bu dönemde para politikası araçlarını çeşitlendirse de, 2011 yılında enflasyon oranları hedeflenmiş olan rakamdan ve +/-2% üst sınır bandından yukarıda gerçekleşmiştir. Bunun nedeninin; TCMB (2012, s.29); özellikle yılın ikinci

yarısından sonra artan sermaye hareketleri sonucu artan risk iştahındaki ani değişimler ve TL'nin aşırı değer kaybı ve ayrıca işlenmemiş gıda fiyat artışlarının sonucu olduğunu açıklamıştır. Bunun sonucunda 2011 yılın enflasyon oranı %11,45 olarak gerçekleşmiştir. 2011 yılında ÜFE ise; %13,33 olmuştur. Yine bu dönemde TL'nin ABD doları karşısında bir önceki yıla göre değer kaybı %22 seviyelerindedir.

TCMB'nin uygulamış olduğu yeni para politikalarıyla birlikte, özellikle 2012 yılı sonunda para politikası araçlarının enflasyon oranları üzerinde etkinliğini görmek mümkündür. Çünkü 2012 yılında enflasyon oranı son 44 yılın en düşük oranı olarak tarihe geçmiştir. Bu enflasyon oranı %6.16 olarak gerçekleşmiştir. Yine enflasyonda elde edilen başarıya ek olarak bu yılda TL, ABD doları karşısında yılsonunda bir önceki yıla göre %5,6 oranında değer kazanmıştır. ÜFE ise; enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanmaya başladıktan sonraki en düşük seviyesini yakalamış ve yılsonu itibariyle %2,45 seviyelerinde gerçekleşmiştir.

2013 yılından itibaren merkez bankasının hedeflediği enflasyon oranlarını yakalamakta zorlandığı görülmektedir. Bunun nedeni; TCMB (2014, s.29) tarafından, özellikle 2013 yılı mayıs ayının ikinci yarısından itibaren gelişmiş ülkelerin uyguladıkları para politikaları etkisiyle, gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışlarının artması ve bunun sonucunda, döviz kuru dalgalanmalarının yaşanması olarak gösterilmiştir. Merkez bankası hem fiyat istikrarını sağlamak hem de makro düzeyde finansal istikrarı sağlamak için faiz oranlarını bu dönemde istikrarlı bir şekilde tutmaya çalışmış, ayrıca para arzını azaltıcı bir politika izlemiştir. Bundan dolayı piyasadan Türk Lirasını çekerek piyasaya döviz sürmüştür. Tüm bunlara ek olarak, bu yılda hedeften sapmanın nedenini TCMB; Türk Lirasının, ABD doları karşısında değer kaybının devam etmesini göstermiştir. (TCMB, 2014) Ayrıca artan ithalat fiyatları, yurtiçi fiyatların yükselmesine, buna ek olarak işlenmemiş gıda ve enerji fiyatlarındaki artışlar da enflasyon oranlarının tahmin edilenden yüksek çıkmasında etkili olduğunu savunmuştur.

TCMB'nin, 2013 yılında enflasyon hedefi tahminini %5 olarak ilan etmiştir. Ancak gerçekleşen enflasyon oranı, tahmin edilen enflasyon oranının üzerinde gerçekleşmiş ve %7,4 olmuştur. Türk Lirası, bir önceki yıla göre ABD doları karşısında %19,52 değer kaybına uğramıştır. Bu dönemde Türk lirasının değer kaybetmesine ilişkin olarak TCMB (2014, s.33), işlenmemiş gıda ve enerji fiyatlarındaki artışın etkili

olduğunu savunmuştur. Bunun sonucunda da ÜFE' de yüksek çıkmıştır. 2013 yılı sonu itibariyle ÜFE %6,97 olarak gerçekleşmiştir.

2014 yılında da TCMB sıkı para politikası uygulamasına devam etmiştir. Yılın ilk çeyreğinde döviz kurunun yurtiçi fiyatlar üzerinde geçişkenliğinin yüksek olmasına karşın, yılın diğer yarısında enerji fiyatlarındaki düşüşle beraber yurtiçi fiyatlarda da bir azalma meydana gelmiştir. Ancak bu yılda da hedeflenen enflasyon oranlarını yakalanamamıştır. TCMB'nin (2015, s.33) belirttiğine göre, istenilen enflasyon oranının yakalanmamasının nedeni; yaşanan kuraklıkların etkisiyle oluşan arz şoklarının etkili olmasıdır.

2014 yılında enflasyon oranı %8,17 olarak gerçekleşmiştir. Öte yandan döviz kurundaki değişimlerin yurtiçi fiyatlar üzerindeki geçiş etkisinin azalmış olmasından dolayı ÜFE 2014 yılsonu itibariyle 6,36 olarak gerçekleşmiştir. 2014 yılında TL'nin ABD doları karşısında değer kaybı bir önceki yıla göre %9,2 oranında olmuştur.

2015 yılında da diğer yıllarda olduğu gibi enflasyon hedeflemesinden sapmalar olmuştur. Bu yılda da TL'nin döviz kurları karşısında değer kaybı devam etmiştir. Buna ilaveten Türkiye'nin jeopolitik konumu gereği, komşu ülkelerdeki belirsizlik ortamının artması ve Türkiye'nin kendi içerisinde yaşamış olduğu olumsuzluklar ülke ekonomisi üzerinde baskı yaratmıştır. Bu durumda yaşanan bu belirsizlik ortamının etkilerini en aza indirmek için TCMB, (2016, s.29), 2015 yılında para politikası araçlarını etkin bir şekilde kullanarak sıkı para politikası uygulamasına devam etmiştir. Yine bu yıl içerisinde sıkı para politikasıyla birlikte, TCMB döviz kuru oynaklığını azaltmak için kademeli bir şekilde faiz artırımını gerçekleştirmiştir. Ancak 2015 yılında gerçekleşen enflasyon oranı bir önceki yıla göre artış göstermiş ve %8,81 olmuştur. Enflasyon oranının hedeften sapma nedeni olarak yaşanan tüm bu olumsuzluklar ve artan gıda fiyatları gösterilebilir. Bu dönemde ÜFE ise; %5,71 düzeyinde gerçekleşmiştir. Ayrıca 2015 yılında Türk Lirası, ABD doları karşısında bir önceki yıla göre %22,79 değer kaybı yaşamıştır.

2016 yılında enflasyon oranı bir önceki yıla göre nispeten azalma göstermiş ve %8,5 olarak gerçekleşmiştir. TCMB'nin (2017, s.31) belirttiği gibi bu yılda da küresel belirsizlik ortamının devam etmesi gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde olumsuz etki yaratmıştır. Ayrıca Kasım 2016 yılında, ABD' de gerçekleştirilen seçim sonrası, gelişmiş ülkelerin faiz artırımını yapması sermaye hareketlerinin bu ülkelere yönelmesine sebep olmuştur. Bunun neticesinde de Türkiye ekonomisi olumsuz etkilenmiş ve

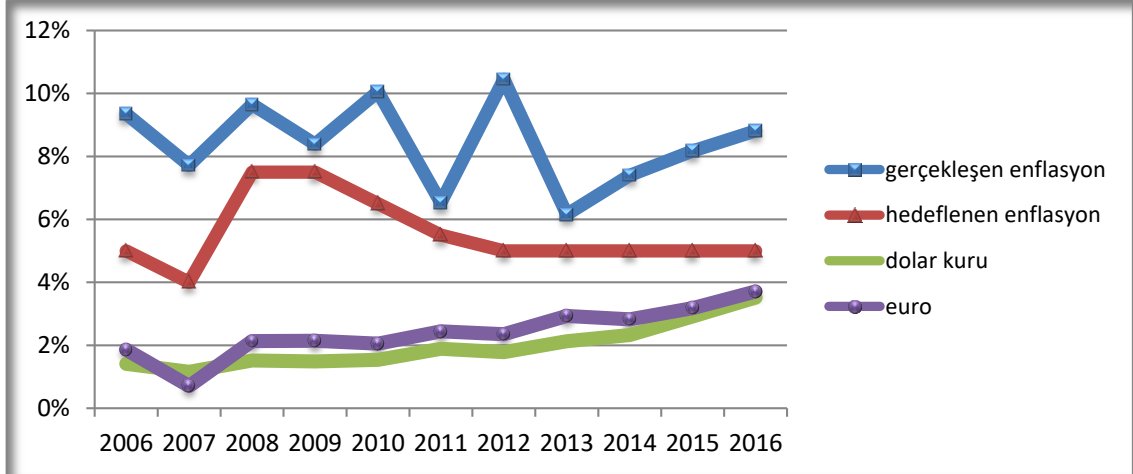
TL'nin ABD doları karşısında değer kaybı bu yılda sürmüştür. 2016 yılında TL'nin, ABD doları karşısındaki değer kaybı %22.59 dolaylarında olmuştur.

“TCMB 2016 yılında sıkı para politikası uygulamasına, döviz likiditesinde dengeleyici ve finansal istikrarı koruyucu politikalarına devam etmiştir (TCBM, 2017, s.32).” Ancak ülke içerisindeki seçim havasının etkisiyle asgari ücretlerde artış yaşanması, yıl içerisinde vergi oranlarının artmasıyla, döviz kuru oynaklığının hızlanması ve enerji fiyatlarındaki azalış eğiliminin yılsonunda tersine dönmesi yurt içi fiyatlar genel düzeyinin artmasına neden olmuştur. Bundan dolayı da 2016 yılında enflasyon oranları tutturulamamıştır. Ayrıca döviz kurlarındaki değişime bağlı olarak ÜFE de yılsonunda %9,94 olarak gerçekleşmiştir. TCMB'nin açık enflasyon hedeflemesine geçmesiyle birlikte, yıllar içerisinde hedeflediği enflasyon oranlarındaki başarıyı bir türlü yakalayamadığı ve nispeten başarısız olduğu söylenebilir. (Şekil 3.5) Gerçekleşen enflasyon oranlarında yıllar içinde dalgalanmalar yaşanmakla birlikte bu dönemde hiçbir zaman %6'nın altına inmediği görülmektedir. Ayrıca 2013 yılından itibaren ABD doları ve Euro'nun sürekli olarak TL karşısında değer kazanmaya devam etmesi, gerçekleşen enflasyon oranıyla aynı eğilime sahip olduğunu yansıtmaktadır.

TCMB, açık enflasyon hedeflenmesi süresince istenilen enflasyon hedeflerinin yakalanamamasının nedenini, para politikasının etkinliğini azaltacak gelişmelerin yaşanmış olmasına bağlamaktadır. Ermişoğlu'na (2013) göre; enflasyon hedeflemesinin başarısından çok para politikasının etkinliğinin sağlanmış olması önem arz etmektedir. Özellikle Türkiye ekonomisinde 2006 yılından itibaren yaşanan siyasi belirsizlik ve ülkenin sahip olduğu kendi iç dinamiklerinde meydana gelen olumsuzluklar, ekonomi üzerinde baskı oluşturmaktadır.

Merkez bankasının açık enflasyon hedeflemesi stratejisine geçmesiyle birlikte, fiyat istikrarı ve finansal istikrarı bir türlü hedeflediği şekilde sürdüremediği görülmektedir. Bunun nedenleri arasında TCMB'nin yıllık raporlarında, 2006 yılının mayıs ayından itibaren artmaya başlayan ve gelişmekte olan ülke ekonomilerini olumsuz etkileyen arz şokları gösterilmektedir. Buna ek olarak sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkeler lehine dönmesi de döviz kuru değişimlerinin yurtiçi fiyatlarda geçiş etkisini arttırmıştır. Geçiş etkisinin artması da fiyat istikrarının yakalanmasında dolayısıyla da enflasyon hedeflemesinde istenilen başarının yakalanmasında merkez bankasını zorlamaktadır.

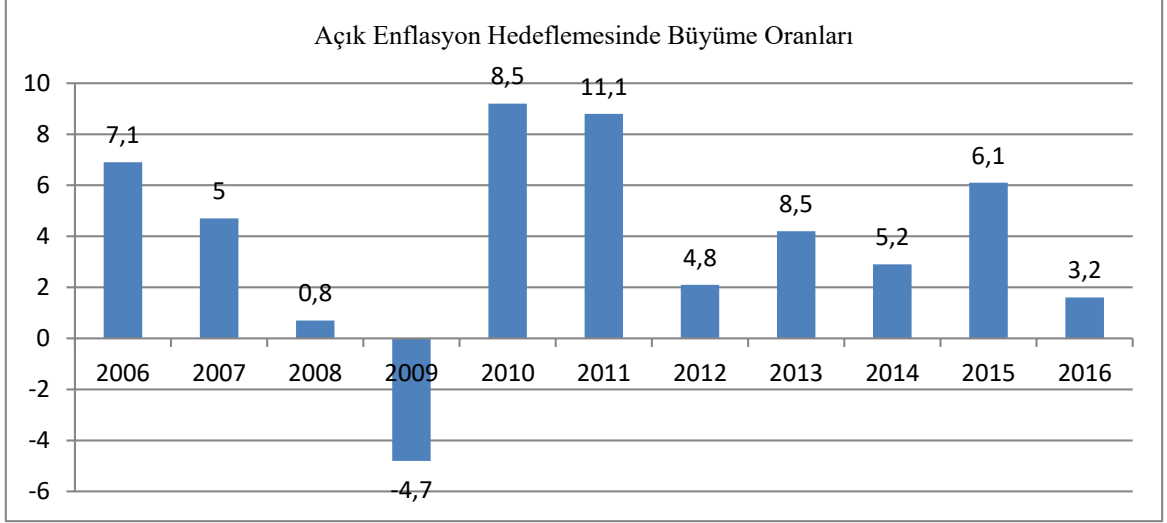




**Şekil: 3.5.** Açık Enflasyon Hedeflemesinde Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları, ABD Doları ve Euro'ya Karşı Yüzdesele Değişimi (TÜİK, TCMB)

Şekil 3.5'ten de görüleceği gibi 2006 yılından 2016 yılına kadar ki dönemde, merkez bankasının hedeflemiş olduğu enflasyon oranlarında istediği başarıyı yakalayamadığı görülmektedir. Ayrıca şekil 3.5, TCMB'nin 2006 ile 2012 yılları arasında fiyat istikrarını yakalamada oldukça zorlandığını ve hedeflemiş olduğu enflasyon oranlarını neredeyse hiç yakalayamadığını göstermektedir. Bunun yanı sıra özellikle 2012 yılından itibaren döviz kuru geçişkenliğinin artmasıyla birlikte hem ABD dolarının hem de Euro'nun TL karşısında sürekli bir şekilde değer kazandığı görülmektedir. Bundan dolayı da hedeflenen enflasyon oranlarının bir türü yakalanamadığı ve ayrıca gerçekleşen enflasyon oranlarının sürekli yükseliş eğiliminde olduğu söylenebilir.

Tüm bu sebeplerden dolayı örtük enflasyon hedeflemesinde başarılı ve istikrarlı büyüme oranları yakalanmasına rağmen, açık enflasyon hedeflemesi stratejisine geçildikten sonra istikrarlı bir büyümenin yakalanamadığını söylemek mümkündür.



Şekil:3.6. Açık enflasyon döneminde büyüme oranları<sup>18</sup> bir önceki yıla göre % değişim (TÜİK)

Şekil 3.6’da açık enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle birlikte büyüme oranlarında aşırı dalgalanmaların yaşandığı ve istikrarlı bir büyümenin yakalanamadığı görülmektedir. Örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi döneminde yıllık ortalama %7’lik bir büyüme oranı yakalanmış olmasına rağmen, bu dönemde ise, yıllık ortalama %5 büyüme oranı yakalanabilmiştir. Bu dönemde Türkiye ekonomisi özellikle 2008 krizinden sonraki dönemde (2009 yılında) eksi bir büyüme oranıyla karşılaşmıştır. 2010 yılından itibaren büyüme rakamlarında gözle görülür bir artış olmasına karşın, fiyat istikrarının yakalanamamış olmasından ötürü büyüme oranlarında da istikrarlı bir büyümenin yakalanamadığı görülmektedir.

TCMB’nin 2002 yılından itibaren örtük, 2006 yılından itibaren ise açık olarak uygulamakta olduğu enflasyon hedeflemesi stratejisinde, nihai hedefi fiyat istikrarını yakalamaktır. TCMB örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi döneminde enflasyon oranlarını istikrarlı bir şekilde tutabilmek için çeşitli politikalar yürütmüştür ve bu politikalarını açık enflasyon hedeflemesi stratejisi döneminde de yürütmeye devam etmektedir. TCMB’nin yürütmüş olduğu politikalarda, enflasyon hedefleri doğrultusunda, örtük enflasyon hedeflemesi döneminde başarılı olduğu sonucuna varılabilir; ancak 2008 yılından itibaren dünya genelinde yaşanan krizin de etkileriyle açık enflasyon hedeflemesi döneminde TCMB’nin istediği hedefleri yakalayamadığı görülmektedir. 2008 krizinin etkileriyle beraber ekonomik kırılganlıkların özellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerini olumsuz bir şekilde etkilemesinden dolayı, TCMB

<sup>18</sup> Gayrisafi yurtiçi hâsıla harcama yöntemiyle zincirlenmiş değişim oranları (2009=100)

2010 yılının kasım ayından itibaren ekonomik kırılganlıkları azaltıcı ve istikrarlı bir ekonomiyi öngören bir politika yürütmeye başlamıştır. 2010 yılının kasım ayından itibaren uygulamaya konulan finansal istikrar hedefi, TCMB'nin 2002 yılından itibaren uygulamakta olduğu enflasyon hedeflemesi stratejisiyle birlikte yürütmekte olduğu bir politikadır.

Yaşanan küresel krizin etkilerinin 2010 yılından sonra artmasıyla beraber, Türkiye gibi gelişmekte olan bir ülkede döviz kurlarının yurtiçi fiyatlar üzerinde geçiş etkisinin yükselmesi TCMB'yi hem fiyat istikrarı hem de finansal istikrarı bir arada yürütme görevini üstlenmesine neden olmuştur. Bunun nedeni bu dönemden sonra artan ani sermaye hareketleri sonucu döviz kuru geçiş etkisinin yükselmesidir. (Başçı ve Kara, 2011, s.5). Döviz kurlarının yurtiçi fiyatlar üzerindeki geçiş etkisinin yükselmesi bir yandan TCMB'yi enflasyon hedeflemesi stratejisinde hedeflemiş olduğu enflasyon oranlarından uzaklaşmasına yol açarken, diğer yandan ekonomideki istikrar dengesinin olumsuz bir şekilde etkilenmesine neden olmaktadır.

Özellikle 2006 yılından itibaren büyüme rakamları incelendiğinde (şekil 3.6) TCMB'nin fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da gözetmesinin önemi açık bir şekilde ortaya konmaktadır. Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde ortalama %7 olarak görülen büyüme oranlarının, açık enflasyon hedeflemesi döneminde dalgalı bir seyir izlediği anlaşılmaktadır. Ekonomide yaşanan bu dalgalanmalar ise, hem fiyat istikrarını yakalamada TCMB'yi zorlamakta hem de finansal istikrarını sürdürülebilirliğini olumsuz etkilemektedir. Bu olumsuz etkiler ise, bilhassa döviz kurlarının yurtiçi fiyatlar üzerindeki etkisini yükselterek ekonomik kırılganlıkların artmasına neden olmaktadır.

## 4. DÖVİZ KURLARINDAKİ DEĞİŞİMİN ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN DÖNEMİNDEKİ ETKİSİ: EKONOMETRİK UYGULAMA

### 4.1. Ekonometrik Model

Daha önceki bölümlerde bahsedildiği gibi döviz kuru geçişkenliği ile yurtiçi fiyatlar genel düzeyi ve bununla birlikte enflasyon oranları arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Özellikle 2010 yılından itibaren Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın, fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da gözetilen politikalara yönelmesi, aynı zamanda bu dönemden itibaren döviz kurlarının geçişkenliğinin giderek artması enflasyon hedeflemesi stratejisi döneminde hedeflerinin tutturulması açısından merkez bankasını bir hayli zorlamaktadır. Bu çalışmada 2010 yılından itibaren döviz kurlarında ve bununla birlikte ithalat fiyatlarında meydana gelen değişimlerin yurtiçi fiyatlar üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Bunun için gecikmesi dağıtılmış otoregresif model (ARDL) ile çalışılmıştır.

### 4.2. Çalışmada Kullanılan Veri Seti

Bu çalışmada, Türkiye'de enflasyon hedeflemesi stratejisi döneminde 2010 yılından başlamak üzere döviz kuruyla yurt içi fiyatlar genel düzeyi arasındaki ilişkiyi yansıtmak amacıyla kurulan modelde kullanılan değişkenler aylık olarak seçilmiş ve 2010 Ocak ayından 2018 Mart ayına kadar olan dönemleri kapsamıştır. Ayrıca kullanılan değişkenler, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS)'den alınmıştır.

Modelde toplam üç değişken yer almaktadır. Buna göre; kurulan ekonometrik modeldeki değişkenler; nominal döviz kuru, tüketici fiyat endeksi ve ithalat fiyat endeksi olarak belirlenmiştir.

Modelde yer alan değişkenlerden döviz kurunun kullanılmasının nedeni; Peker ve Görmüş'ün (2008) de belirttiği gibi, ülkemizde ithal girdi maliyetlerinin yüksek seviyede olmasıdır. İthalat fiyat endeksiyle; döviz cinsinden ithal malların fiyatlarının değişmesi sonucunda, bunun tüketici fiyatları üzerine etkisinin ne olduğunun bilinmesi amaçlanmıştır. Son olarak tüketici fiyat endeksiyle, yurt içinde oluşan enflasyon oranlarının ölçümü hedeflenmiştir.

### 4.3. Çalışmada Kullanılan Yöntem ve Teknikler

Modeldeki serilerin durağanlık analizi için, Genişletilmiş Dickey- Fuller (ADF) testi ve Phillips Peron Testi kullanılmıştır.

Döviz kurlarındaki değişimin 2010 yılından başlamak üzere yurtiçi fiyatlar üzerine etkisini görebilmek için durağanlık testleri sonucunda gecikmesi dağıtılmış otoregresif model (ARDL) ile analiz edilmiştir. ARDL modelinin kullanılmasının nedeni ise, ele alınan dönemdeki verilerin nispeten az olmasıdır. Ayrıca modelde kullanılan değişkenlerin logaritmaları alınmış ve mevsimsellikten arındırılmıştır. Çalışmada kullanılan tüm testler E-views 10 programı ile analiz edilmiştir.

#### 4.3.1. Durağanlık Testleri

Ekonometrik çalışmalarda kullanılan zaman serileri durağan bir yapıda olmalıdır. Zaman serilerinin durağan olması ekonometrik çalışmada kullanılan değişkenlerin daha sağlıklı bilgiler sunmasını ve ilerisi için olasılık teorilerinde daha güçlü sonuçların çıkmasını sağlamaktadır. Ayrıca; durağan zaman serilerinin kullanıldığı bir modelde, değişkenlerde meydana gelebilecek herhangi bir şokun etkisi de geçici olmaktadır. Böylece zaman serileri arasındaki uzun dönemdeki ilişki daha net olarak yansımaktadır.

Gujarati ve Porter'ın (2012, s.740) belirttiği gibi, bir zaman serisinin durağan olabilmesi için, çalışması yapılan zaman boyunca serinin ortalamasının ve varyansının sabit olması, yani zamanla değişmiyor olması gerekmektedir.

Zaman serilerinin çoğu durağan bir yapıya sahip değildir. Zaman serilerinin durağan bir yapıda olmamasının çeşitli nedenleri olabilir. Bu nedenler; serilerinin konjoktür dalgalanmalardan ya da trend ve mevsimlik etkisinden arındırılmamış olması şeklinde sıralanabilir. Durağan bir yapıya sahip olmayan zaman serileriyle çalışmak ise; sahte regresyon problemine sebep olmaktadır. Bu ise; ekonometrik çalışmada hatalı sonuçların çıkmasına, gelecek dönemler için yanlış varsayımların yapılmasına ve ayrıca olasılık teorilerinde de sapmaların gerçekleşmesine sebep olmaktadır. Zaman serilerinin durağan bir hale gelebilmesi için genellikle fark alma işlemi uygulanmakta ya da logaritması alınmaktadır. Ancak yapılan çalışmalarda işlem kolaylığı açısından genellikle fark alma işlemi uygulanmaktadır. Buna göre, durağan bir yapıya sahip olmayan zaman serisi 'd' defa farkı alınıp durağan hale getirilmesi işlemine fark alma işlemi denir. Fark alma işlemiyle durağan hale getirilen zaman serilerindeki amaç; zaman serilerindeki hata terimlerinin sabit varyanslı hale getirebilmektir.

Damar'a (2010, s.44) göre, zaman serilerinin durağan hale getirilmek için fark alma işleminin yapılması da uzun dönemde seriler arasındaki ilişkinin yok olmasına neden olabilmektedir. Bunun nedeni olarak; durağan olmayan bir zaman serisini, durağan hale getirebilmek için fark işleminin yapılması, serilerin geçmiş dönemdeki şokların etkisinden arındırılmasını sağlarken kullanılan değişkenlerin uzun dönemli ilişkilerinin kaybolmasına neden olması bu durumun nedeni olarak gösterilmektedir.

#### **4.3.2. Zaman Serilerinde Durağanlık Kavramı**

Zaman serilerinde durağan olma ya da durağan olmama kavramı önemli olmasına rağmen, ekonometrik modellerde kullanılan zaman serilerinin çoğu durağan bir yapıya sahip değildir. Işık, Acar ve Işık'a (2004) göre, bu durumun nedeni, çoğunlukla serilerin trend içeriyor olması ya da mevsimlik etkiden arındırılmamış olmasıdır. Eğer bir zaman serisinin durağan olmamasının nedeni trend unsurundan dolayı ise, bu durumda deterministik etkiden mi yoksa stokastik bir etkiden mi kaynaklandığının bulunması gerekmektedir. Kullanılan modellerde zaman serilerinin durağan olmama nedenleri genellikle stokastik bir etkiye bağlanmaktadır.

Zaman serileriyle oluşturulan bir ekonometrik modelde, stokastik sürecin zaman içerisindeki seyrinin bilinmesi önem arz etmektedir. Eğer stokastik süreç, kullanılan ekonometrik modelde zamanla değişiyorsa ve buna bağlı olarak aşırı dalgalanma yaşıyorsa zaman serileri durağan değildir sonucuna varılır. Böyle bir durumda, ekonometrik model oluşturularak, kullanılan serinin geçmiş ve gelecekteki değerleri hakkında herhangi bir sonuca ulaşmak imkânsızdır. Eğer zaman serisi stokastik etkiden dolayı durağan değilse fark alma işlemi uygulanarak seri durağan hale getirilmelidir. Böylece durağan bir yapıya sahip olan zaman serilerinin stokastik sürecinin zaman içerisinde aşırı dalgalanması önlenmiş olmaktadır. Dolayısıyla daha sağlıklı sonuçların elde edilmesine olanak sağlanmaktadır.

Zaman serilerinin durağanlık kavramının iki önemli noktası vardır. Bunlardan bir tanesi; zaman serileri kullanılarak iki değişken arasındaki ilişkiyi yansıtmak için oluşturulan modelde sahte regresyon sorunuyla karşılaşılmasıdır. Sahte regresyon; kullanılan zaman serilerinin ikisinin de trend içeriyor olmasıdır. Bu durumda zaman serileri arasındaki ilişki sahte olabilmektedir. Zaman serileri arasındaki regresyonun sahte mi yoksa gerçek mi olduğu durağanlıkla ortaya konmaktadır. Diğer bir önemli nokta ise; yine kullanılan zaman serileriyle oluşturulan modellerin sonucunda olasılık

tahminin yapıyor olmasıdır. Sahte regresyonla yapılan bir tahmin hatalı sonuçların çıkmasına neden olabilmektedir. Gujatri and Porter, (2012, s.741) durağan olmayan zaman serileriyle analiz yapılması durumunda, kullanılan modelde sadece ilgili modelin zaman aralığında analiz yapılabileceğini belirtmektedir. Bu yüzden kullanılan serilerin durağan olup olmaması regresyon modellerinde, olasılık tahminlerinin başarılı sonuçlar vermesi açısından önem arz etmektedir.

### **4.3.3. Durağanlığın Test Edilmesi**

Zaman serilerinde durağanlığın test edilmesine yönelik olarak kullanılan test yöntemleri; Birim Kök Testi, Grafıksel Analiz Testi ve Korelogram Testi' tir. Ekonometrik çalışmalarda kullanılan test yöntemi daha çok birim kök testidir.

Bu çalışmada da serilerin durağanlık analizleri için Genişletilmiş Dickey Fuller Testi (ADF) ve Phillips Peron Testi uygulaması kullanılmıştır.

#### **4.3.3.1.Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) Testi**

Bir zaman serisinin durağan yapıda olabilmesi için; serinin varyansının ve ortalamasının zaman içerisinde sistematik olarak değişmiyor olması gerekmektedir. Zaman serilerinin durağan olmama nedenleri; trend, mevsimlik hareketler ve konjoktürel dalgalanmalardan meydana gelebilir. Bu durumda, zaman serisi birim kök içermektedir ve durağan bir yapıda değildir sonucuna varılmaktadır. Bu nedenle zaman serilerinin durağanlığının sınaması için birim kök testleri uygulanmaktadır. Bu birim kök testleri genellikle; Dickey- Fuller (DF) ve Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) Testi'tir. Ancak ekonometrik çalışmalarda sıklıkla ADF testi kullanılmaktadır. Güven ve Uysal'a (2013) göre bunun nedeni; DF testinin hata terimlerindeki otokorelasyonu önemsememesidir. Eğer kullanılan testte hata terimleri otokorelasyonlu çıkarsa, bu durumda kullanılan DF testinin geçersiz olacağı varsayılmaktadır. Bu durumda hata terimlerindeki otokorelasyon sorununu ortadan kaldırmak için geliştirilen ADF testi; modelde yer alan bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerinin de modele dâhil edilmesi gerektiğini ve böylelikle otokorelasyon sorunun ortadan kalkacağını savunmaktadır. ADF testinde modele dâhil edilen bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri açıklayıcı değişkenlerdir.

Zaman serilerinin durağanlığının sınanması, birim kök analiziyle şu şekilde olmaktadır;

Modelde yer alan Y değişkenin bir önceki dönemle olan ilişkisi;

$$Y_t = \delta Y_{t-1} + u_t \quad (4.1)$$

Denklemden her iki taraftan  $Y_{t-1}$  çıkartılarak  $Y'$  deki değişim oranı hesaplanır. Bu durumda denklem;

$$\Delta Y_t = (\delta - 1)Y_{t-1} + u_t \quad (4.2)$$

veya;

$$\Delta Y_t = \beta Y_{t-1} + u_t \quad (\beta = \delta - 1) \quad (4.3)$$

Denklem 4.3'teki  $\beta = 0$  eşit olması durumunda  $Y = u_t$  olur. Bu ise, hata teriminin beyaz gürültüye sahip olmasını açıklamaktadır. Bu ise, serinin stokastik bir sürece sahip olduğunu, yaşanan herhangi bir şokun geçici olmadığını ve hata teriminin şokun etkisinde kaldığını dolayısıyla serinin durağan bir yapıda olmadığını açıklamaktadır.

Yine denklem 4.3'te  $\beta < 0$  olması bir şokun etkisinin geçici olduğunu açıklamaktadır. Böyle bir durumda seri durağandır sonucuna varılmaktadır.

$\beta$  katsayısının alacağı değerlere göre durağanlık sınaması yapılır. Bunun için DF ve ADF testleri uygulanmaktadır.

DF testinde zaman serisinde birim kök analizi yapılırken, şu hipotez sınanır;

$H_0: \beta = 0$  (seri durağan değil, birim kök var)

$H_1: \beta < 0$  (seri durağandır, birim kök yok)

Buna ek olarak denklem 4.3'teki DF testinin üç farklı biçimi mevcuttur.

Bunlar;

$$\Delta Y_t = \beta Y_{t-1} + u_t \quad (4.4)$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta Y_{t-1} + u_t \quad (4.5)$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta Y_{t-1} + \theta t + u_t \quad (4.6)$$

Yukarıdaki denklemlerde yer alan  $\beta$  katsayıları tüm denklemler için aynıdır. Ayrıca denklem 4.4 sabitsiz ve trendsiz olduğunu, bunun yanı sıra denklem 4.5 sabit teriminin var olduğu ancak trendin yer almadığını son olarak denklem 4.6 ise, sabit terim ve trendin yer aldığını göstermektedir. Bunlara ek olarak,  $\Delta Y_t$ ; birim kök incelemesi yapılan değişkenin fark işlemini,  $Y_{t-1}$  değişkenin gecikme dönemini,  $\alpha$  sabit katsayıyı,  $u_t$  hata terimini,  $t$  trendi göstermektedir.

ADF testinde ise denklem şu şekilde olmaktadır;



$$\Delta Y_t = \beta Y_{t-1} + \sum_{j=1}^k \Pi_j \Delta Y_{t-j} + u_t \quad (4.7)$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta Y_{t-1} + \sum_{j=1}^k \Pi_j \Delta Y_{t-j} + u_t \quad (4.8)$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta Y_{t-1} + \sum_{j=1}^k \Pi_j \Delta Y_{t-j} + X_t + u_t \quad (4.9)$$

4.7'nolu denklem sabit terim ve trendin olmadığını, 4.8 denklem sabit terimin yer aldığını ve 4.9'nolu denklem ise hem sabit terim hem de trend yer aldığını göstermektedir.

ADF testinde de DF testinde olduğu gibi  $\beta$  katsayısı incelenmektedir.

Kurulacak olan hipotez;

$H_0: \beta = 0$  (seri durağan değil, birim kök var)

$H_1: \beta < 0$  (seri durağan, birim kök yok)

DF ve ADF birim kök testlerinde kritik değerler için geleneksel t tablo değerlerine bakılmaz. Kerimoğlu'na (2013, s.156) göre, bunun yerine düzeltilmiş ve Dickey Fuller (1979) tarafından yeniden tablolaştırılmış olan  $\tau$  (tau) tablosuna bakılır. Ayrıca Tari (2012, s.389) bunun nedenini;  $H_0$  hipotezinin geçerli olduğu varsayımında t istatistiğinin tutarlı olabilmesi için kullanılan serilerin durağan olması gerekliliğine bağlamaktadır. Bu nedenle ADF testi, Dickey ve Fuller tarafından geliştirilen kritik değerler tablosu olan  $\tau$  (tau) istatistiği ile kullanılır. Buna göre, hesaplanan t değeri,  $\tau$  değerinden küçük çıkarsa  $H_0$  hipotezi reddedilir, alternatif hipotez kabul edilir. Böylece serinin durağan olduğu ve birim kök içermediği sonucuna varılır.

#### 4.3.3.2. Phillips- Perron (PP) Testi

Zaman serilerinin çoğunlukla durağan bir yapıda olmamaları, zaman serilerinin durağanlığı üzerine yapılan çalışmaların çoğalmasını sağlamıştır. Zaman serilerinin durağan yapısını incelemenin en önemli metodu birim kök sınamasıdır. Bu bağlamda en çok kullanılan birim kök testi de Dickey Fuller birim kök testidir. “Ancak Dickey Fuller birim kök testi hata terimlerinin istatistikî olarak bağımsız olduklarını ve sabit varyansa sabit olduklarını varsaymaktadır (Torun, 2015, s.61).”

Phillips- Perron ise; hata terimlerinin bağımlılık derecesinin çok az olmasına izin vermektedir. Böylece, otokorelasyon sorunun çözüleceği savunulmaktadır.. Phillips Peron, otokorelasyon sorununu çözerken DF testindeki modelin aynısını kullanmaktadır. “Bunu yaparken modeldeki bağımlı değişkenin geçmiş dönemdeki terimine ait

parametrenin  $\tau$  istatistiğinde parametrik olmayan düzeltme yaparak, otokorelasyon sorununu çözmektedir (Çelik ve Taş, 2007 s.16).’’

Phillips Perron, Dickey Fuller testinde yer alan hata terimleri hakkında sınırlayıcı varsayımlardan vazgeçmişlerdir. Bunun nedeni; hata terimlerinde var olan geçmiş dönem değerlerini hareketli ortalama olarak ele almalarıdır. Böylece model, DF testindeki AR modelinin yerine ARMA modeline dönüştürülmüş olmaktadır. Modelde hareketli ortalamanın (MA) kullanılmaya başlanmasıyla; durağanlık testi için daha güçlü sonuçlar alınması sağlanmaktadır.

#### **4.3.4. Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif Model (Autoregressive Distributed Lag. – ARDL-)**

Bütünleşme, durağan olmayan zaman serileri arasında var olan uzun dönemli ilişkiyi araştırmak için geliştirilen bir analiz yöntemidir. Bütünleşme analizinde zaman serilerinin fark alma işleminin aynı dereceden olması gerekmektedir (Yıldıran, 2011, s.247). Yani seriler arasında durağanlık dereceleri aynı olmalıdır. Bunun yanında, zaman serileri arasındaki ilişkiyi eş bütünleşme analiziyle gösterebilmek için, durağan olmayan zaman serilerinin durağan bir yapıya dönüştürülmesi ve aynı dereceden durağan olması gerekmektedir sonucuna varılabilir.

Gujarati ve Porter’e (2012, s.762) göre, eş bütünleşme, iki değişken arasında var olan uzun dönemli denge ilişkisi olarak tanımlanmaktadır. Ekonometrik modelde kullanılan seriler arasındaki eş bütünleşme ilişkisini yansıtmak için genellikle; Engle Granger (1987) ve Johansen Eş Bütünleşme (1991) Testleri kullanılmaktadır. Engle-Granger testi artıklara dayanan bir testken, Johansen eş bütünleşme testi ise, en çok benzerlik sistemiyle yapılan bir testtir. Ancak bu iki testin temel varsayımı, kullanılan serilerin aynı dereceden durağan yapıda olma zorunluluğudur. “Ayrıca bu iki test de modelde kullanılan değişkenlerin yapısal kırılmalarını içermemektedir (Çağlayan, 2006 s.425).’’

Zaman serilerinin farklı derecelerde durağan olması durumunda ise, Engle Granger ve Johansen bütünleşme testlerinin uygulanması oldukça zordur. Bunun nedeni ise, daha önce bahsedildiği üzere modelde kullanılan serilerin farklı durağanlık derecelerine sahip olmasıdır. Zaman serilerinin farklı durağanlık derecelerine sahip olmasından dolayı eş bütünleşme analizinin sınanmasını engelleyen sorun, Pesaran (1991), Pesaran ve Shin (1995) ve Pesaran vd. (2001) tarafından geliştirilen ARDL (Autoregressive Distributed Lag) modeliyle çözülmüştür. ARDL modeli, modelde kullanılan serilerin

aynı dereceden durağan olma zorunluluğunu ortadan kaldırmaktadır. Bu model, modelde kullanılan serilerin durağanlaşma derecelerini göz ardı edip değişkenler arasında var olan kısa ve uzun dönem ilişkisinin analizine olanak sağlanmaktadır (Odhiambo, 2009 s.619).

ARDL modeli, Engle Granger ve Johansen eş bütünleşme yöntemlerine göre iki farklı avantaj sağlamaktadır. Bunlardan bir tanesi sınır testidir. Sınır testinde modelde kullanılan değişkenlerin durağanlığına bakmadan değişkenler modele dâhil edilebilmektedir. “Sınır testi, değişkenler arasında uzun dönem ilişkinin sınanmasına yardımcı olmaktadır (Akel ve Gazel, 2014 s.31).” İkinci bir avantajı ise, modelde kullanılan değişkenlerin gözlem sayıları çok az olsa dahi çalışmanın yapılmasına olanak sağlamasıdır (Ali, Ahmed and Shahbaz, 2008, s.186)

“ARDL modeli yaklaşımı en küçük kareler metoduna dayanmaktadır ve klasik eş bütünleşme analizinin aksine ARDL analizinde önceden birim kök testi uygulanması gerekmez (Esen, Yıldırım ve Kostakoğlu, 2012, s.256).” Modelde kullanılan değişkenlerin tutarlı olabilmesi için Cusum testlerinden yararlanır (Akel ve Gazel, 2014 s.31). Bunun yanında sınır testi, kısıtlanmamış hata düzeltme modeline dayanmaktadır (Yıldırım, 2013, s.98). Bu bakımdan ARDL modelinde kullanılacak olan sınır testi 4.10’da gösterilmiştir.

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^m \beta_1 \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_2 \Delta X_{t-i} + \beta_3 Y_{t-1} + \beta_4 X_{t-1} + u_t \quad (4.10)$$

Denklem 4.10’da yer alan  $\beta_0$  katsayısı sabit terim katsayısını göstermektedir. Öte yandan  $\beta_3$  ve  $\beta_4$  katsayıları ise uzun dönemdeki ilişkiyi yansıtmaktadır. Ayrıca,  $\Delta$  katsayısı modelde kullanılan bağımlı değişkenin birinci fark işlemini,  $\beta_1$  ve  $\beta_2$  katsayıları ise,  $\Delta Y_t$  ve  $\Delta X_t$  ‘nin gecikmeli değerlerinin kısa dönemdeki ilişkisini yansıtmaktadır.

Denklem 4.10’nun doğru bir şekilde uygulanabilmesi için öncelikle modelin gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Bunun için de genellikle, Akaike Bilgi Kriteri’ nin (AIC) en düşük değeri göz önüne alınmaktadır. Buna göre, kritik değer tablosundan elde edilen en küçük değer, modelin uzun dönem gecikme uzunluğu olarak ele alınmaktadır. ARDL modelinde gecikme uzunluğu belirlendikten sonra modelde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin anlamlılıkları sınıranır. Buna göre;

$$H_0: \beta_3 = \beta_4 = 0 \text{ (Eş bütünleşme yok)}$$

$$H_0: \beta_3 \neq \beta_4 \neq 0 \text{ (Eş bütünleşme var)}$$

ARDL modelinde değişkenlerin anlamlılık sınaması için F testi ya da Walt testinden yararlanılmaktadır. Elde edilen sonuçlar Pesaran vd.(2001) kritik değer tablosuyla karşılaştırılır. Bu tabloda değerler alt sınır ya da üst sınır olarak verilmektedir (Esen, Yıldırım ve Kostakoğlu, s.257). Buna göre, modelde kullanılan değişkenlerden herhangi biri düzey değerinde durağan, diğeri ise birinci farkı alındığında durağan oluyorsa bu durumda tablo alt ve üst düzeyleri ile karşılaştırılmaktadır. Öte yandan değişkenlerin her ikisi de birinci farkları alındığında durağan oluyorsa tablo üst kritik değeriyle, modelde kullanılan değişkenlerin her ikisi de düzey değerlerinde durağan olurlarsa tablo alt kritik değeri ile karşılaştırılmaktadır.

Modelde kullanılan değişkenlerden birinin düzey değerinde diğerinin ise, birinci farkı alındığı durumda hesaplanan F istatistik değeri, eğer tablo üst kritik değerin üzerinde kalıyorsa modelde kullanılan seriler arasında eş bütünleşme vardır sonucuna ulaşılmaktadır (Pesaran, Shin and Smith, 2001, s.290). Eğer değişkenlerin her ikisi de düzey değerlerinde durağansalar elde edilen F istatistik değeri tablo kritik alt değerinin üzerinde gerçekleşirse bu sefer yine modelde kullanılan değişkenler arasında eş bütünleşmenin var olduğu sonucuna varılır. Son olarak modelde kullanılan değişkenlerin her ikisi de birinci farkları alındığında durağan hale geliyorsa bu durumda elde edilen F istatistik değeri, tablo kritik üst değerinden yüksek olması durumunda modelde kullanılan serilerin uzun dönemde eş bütünleşik olduğu sonucuna varılır.

Bu sonuçlara göre ekonometrik modelde kullanılan değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisinin var olması halinde değişkenlerin kısa ve uzun dönem ilişkileri uygun ARDL modeli ile analiz edilmektedir. Bu bakımdan değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkinin ARDL modeli aracılığıyla analizi denklem 4.11’de gösterilmiştir.

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_1 \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_2 \Delta X_{t-i} + u_t \quad (4.11)$$

Denklem 4.11’de yer alan p ve q katsayıları, modelde kullanılan değişkenlerin sahip oldukları gecikme uzunluklarını yansıtmaktadır. Yine burada da gecikme uzunluğunun hesaplanmasında, Akaike Bilgi Kriteri’nin (AIC) en düşük değeri göz önünde bulundurulmaktadır. Bu modelde bulunan gecikme sayıları p ve q’ya göre ARDL modeli, ARDL (p,q) olarak tanımlanabilmektedir (Yıldırım, 2013 s.99). Elde edilen ARDL (p,q) modelinde değişkenlerin katsayıları ve anlamlılıkları hesaplanabilmektedir. Değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki incelendikten sonra, değişkenlerin kısa dönem ilişkileri denklem 4.12’ de gösterilmiştir.

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \beta_1 e_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_2 \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_3 \Delta X_{t-i} + u_t \quad (4.12)$$

ARDL modelinin kısa dönem ilişkisinde, denklem 4.11' den farklı olarak kısa dönem ilişkisini yansıtmak için hata terimlerinin bir dönem gecikmeli değeri modele dâhil edilmektedir. Bu katsayı denklem 4.12'de yer alan  $e_{t-1}$  katsayısıdır. Bu katsayı göre kısa dönemde meydana gelebilecek bir dengesizliğin ne kadarının uzun döneme etki edeceğini yansıtmaktadır. Öte yandan yine bu katsayının kısa dönem işaretinin negatif ve anlamlı olması gerekmektedir (Esen, Yıldırım ve Kostakoğlu, 2012, s.258).

#### 4.4. Elde edilen Bulgular

Bu çalışmada TCMB'nin 2010 yılından itibaren destekleyici bir amaç olarak finansal istikrarı yakalamaya yönelik olarak uygulamış olduğu para politikaları çerçevesinde, döviz kurlarının yurtiçi fiyatlar üzerinde etkisi araştırılmıştır. Bu bağlamda 2010 yılından itibaren ithalat fiyat endeksi ve döviz kurlarındaki değişimlerin tüketici fiyatları üzerindeki etkisi ARDL modeliyle incelenmiştir.

##### 4.4.1. Birim Kök Testi

Kurulan modellerde kullanılan zaman serilerinin öncelikle durağanlık sınamaları yapılmıştır. Bu bağlamda, ele alınan dönem içerisinde zaman serilerine ADF ve Phillips Peron birim kök testleri uygulanmıştır. Değişkenlerin durağanlık sınamasıyla birlikte modele dâhil olabilmesi için birinci farkları alınarak durağan hale getirilmiştir.

Döviz kuru ( $ler$ ), tüketici fiyat endeksi ( $lcpi$ ) ve ithalat fiyat endeksi ( $limp$ ) değişkenlerinin kullanıldığı modeller şu şekildedir:

$$ler_t = E_{t-1} (ner_t) + \varepsilon_t^{er} \quad (4.14)$$

$$limp_t = E_{t-1} (imp_t) + \alpha_1 \varepsilon_t^{er} + \varepsilon_t^{imp} \quad (4.15)$$

$$lcpi_t = E_{t-1} (cpi_t) + \gamma_1 \varepsilon_t^{er} + \gamma_2 \varepsilon_t^{imp} + \varepsilon_t^{cpi} \quad (4.16)$$

Birinci modelde yer alan 4.14'nolu denklemde döviz kurları bağımlı değişken olarak görülmektedir. Denklem 4.15'de ise, ithalat fiyat endeksi kendi gecikmeli değeri ve döviz kurlarının bir fonksiyonudur. Son olarak tüketici fiyat endeksini gösteren 4.16'nolu denklemde, tüketici fiyat endeksinin kendi gecikmeli değeri, döviz kurları, ithalat ve sanayi üretim endekslerinin fonksiyonu olarak tahmin edilmektedir.

**Tablo 4.1.** Modelde Kullanılan Değişkenler

<b>LER</b>	ER Döviz Kuru (ABD Doları)
<b>LIMP</b>	İthalat Fiyat Endeksi (2010=100)
<b>LTUFE</b>	Tüketici Fiyat Endeksi (tüketici fiyatları) (2010=100)

#### 4.4.1.1. Birim Kök Test Sonuçları

Değişkenler üzerine birim kök uygulaması ADF testi ile yapılmış ve Tablo 4.2' de gösterilmiştir.

**Tablo 4.2.** ADF Birim Kök Test Sonuçları

Değişken	Değişkenlerin Logaritmik Düzeyi				Değişkenlerin Farkı			
	Sabit terimli	%5 Kritik Değer	Sabitli ve Trendli	%5 Kritik Değer	Sabit terimli	%5 Kritik Değer	Sabitli ve Trendli	%5 Kritik Değer
<b>Döviz Kuru</b>	0.2020 (0.971)	-2.89	-2.915 (0.162)	-3.45	-7.952 (0.00)*	-2.89	-7.961 (0.00)*	-3.45
<b>İthalat Fiyat Endeksi</b>	2.755 (0.068)	-2.89	-2.708 (0.235)	-3.45	-10.22 (0.00)*	-2.89	-10.32 (0.00)*	3.45
<b>TUFE</b>	1.569 (0.994)	-2.89	-1.897 (0.641)	-3.45	-8.73 (0.00)*	-2.89	-9.00 (0.00)	-3.45

ADF testine göre, modelde yer alan sabitli ve hem sabitli hem de trendli modelde değişkenlerin hepsi düzey değerlerinde durağan olmadıkları yani birim kök içerdikleri anlaşılmış bunun üzerine fark alma işlemi uygulanmıştır.

Uygulanan fark alma işleminin sonuçlarına göre, modelde kullanılan tüm seriler sabitli ve hem sabitli hem de trendli modellerinde birinci farkların alınması I(1) sonucu durağan bir yapıya dönüştürülmüştür.

Zaman serilerinin durağan hale getirilmesinde kullanılan bir diğer önemli test Phillips Perron testidir. Bu bağlamda çalışmada kullanılan zaman serilerinin Phillips Perron test sonuçları tablo 4.3'de görülmektedir. Modelde kullanılan değişkenlerin

ithalat fiyatların sabitli terimi hariç (ithalat fiyatları düzey değerinde durağandır) diğer tüm değişkenler için ilk düzeyleri sabitli ve hem sabitli hem de trendli modellerinde düzey değerlerinin durağan olmadığı anlaşılmıştır. Bunun üzerine fark alma işlemi uygulanmış ve birinci farkları I(1) alındıktan sonra durağan hale getirilmiştir.

**Tablo 4.3. Phillips-Perron Test Sonuçları<sup>19</sup>**

Değişken	Değişkenlerin Logaritmik Düzeyi				Değişkenlerin Farkı			
	Sabit terimli	%5 Kritik Değer	Sabitli ve Trendli	%5 Kritik Değer	Sabit terimli	%5 Kritik Değer	Sabitli ve Trendli	%5 Kritik Değer
<b>Döviz</b>	0.162	-2.89	-2.45	-3.45	-7.789	-2.89	-7.791	-3.45
<b>Kuru</b>	(0.968)		(0.350)		(0.000)*		(0.000)*	
<b>İthalat</b>	-3.48	-2.89	-3.378	-3.45	-18.65	-2.89	-19.24	-3.45
<b>Fiyat Endeksi</b>	(0.015)*		(0.603)		(0.000)*		(0.001)*	
<b>TÜFE</b>	1.884	-2.89	-1.865	-3.45	-8.713	-2.89	-9.050	-3.45
	(0.99)		(0.612)		(0.000)*		(0.000)*	

#### 4.4.1.2. ARDL sonuçları

Elde edilen sonuçlara göre hem ADF birim kök testi sonuçları hem de Phillips-Peron birim kök testi sonuçlarında modelde kullanılan serilerin birinci farklarının alınması neticesinde durağan hale geldikleri görülmektedir. Buradan çıkarılacak sonuç ise modelde kullanılan değişkenlerin aynı dereceden eş bütünleşik olduğudur. Bundan dolayı çalışmada aynı dereceden bütünleşik değişkenlerin analizinin yapıldığı ARDL sınır testi analizi yapılacaktır.

ARDL Modelinde öncelikli yapılması gereken uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesidir. Bunun için Akaike Bilgi Kriterinin en küçük değeri uygun gecikme değeri olarak seçilmiş ve ARDL(1,0,0) Modeli uygun olarak belirlenmiştir.

<sup>19</sup> ADF ve PP testinde yer alan %5 anlam seviyeleri, % 5 Mac Kinnon kritik tablo değerine göre değerlendirilmiştir. Tablo 4.1 ve 4.2' de yer alan \* işareti ise serilerin durağanlığını yansıtmaktadır.  
\* işaretleri serilerin durağanlık seviyelerini göstermektedir.

Modelde kullanılan değişkenlerin eş bütünleşme sonuçları tablo 4.4'te gösterilmiştir. Elde edilen F istatistik değeri 35.59 değeri, 0.05 düzeyinde anlamlıdır. Bu sonuca göre modelde kullanılan değişkenler arasında eş bütünleşme vardır sonucuna varılmaktadır.

**Tablo: 4.4.** ARDL (1,0,0) Eşbütünleşme Test Sonuçları

ARDL (1,0,0)	F İstatistik Değeri	K (Değişken)	Alt Kritik Değer	Üst Kritik Değer
	32.59*	2	4.13	5

**Not:** \* 0.01 anlamlılık düzeyidir.

Modelde kullanılan değişkenler arasında eş bütünleşme analizinin ardından modelin uzun dönem katsayısının bulunması gerekmektedir. Bunun sonuçları ise, tablo 4.5'te verilmiştir.

**Tablo 4.5.** ADRL(1,0,0) Modeli Uzun Dönem Katsayı Sonuçları

Değişkenler	Katsayılar	t değerleri
LER	0.668140*	17.69115
LIMP	0.257822*	2.515937
C	2.529406*	2.562133

**Not:** \* 0.01 anlamlılık düzeyidir.

Elde edilen bulgulara göre, uzun dönemde döviz kurlarıyla ithalat fiyatları ve enflasyon oranları arasında pozitif bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Buradan hareketle, döviz kurlarının yurtiçi fiyatlar üzerinde geçiş etkisinin yüksek olduğu sonucuna varılmaktadır. Geçiş etkisinin yüksek olması ise uzun dönemde enflasyon oranlarının artmasına neden olmaktadır. Ayrıca ithalat fiyatlarının katsayısı incelendiğinde yine uzun dönemde enflasyon oranlarının yükselmesine neden olduğu sonucuna varılmaktadır.

Modelde kullanılan değişkenlerin uzun dönemli ilişkisini aktardıktan sonra kısa dönemdeki ilişkisini gösterebilmek için hata düzeltme modelinden yararlanılır. ARDL(1,0,0,) modeli hata düzeltme modeliyle analiz edilmiş ve tablo 4.6'de gösterilmiştir.

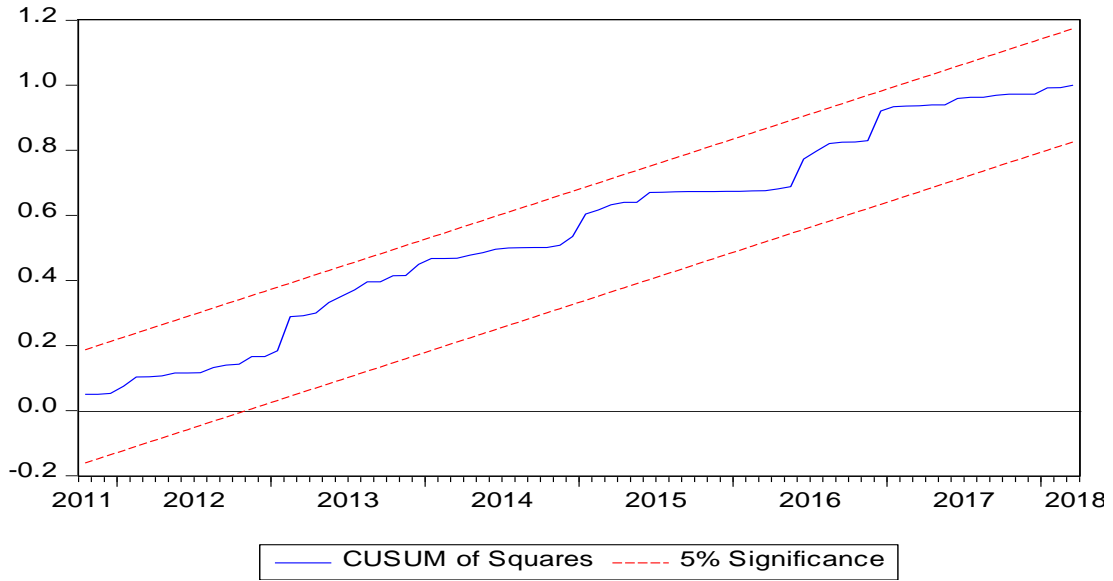


**Tablo 4.6.** ADRL(1,0,0) Modeli Hata Düzeltme Modeli

Değişkenler	Katsayılar	t değerleri
LIMP	-0.025668	-3.392050
LIMP(-)	-0.022722	-2.952056
DUM	-0.000340	-0.396425
CointEq(-1)*	-0.047552	-11.60703

Tablo 4.6 incelendiğinde modelde yer alan değişkenlere ait değerlerin anlamlı olduğu görülecektir. Bunun yanında ADRL modeli açıklanırken söylendiği gibi hata düzeltme modelinin değeri bu model için negatif ve anlamlıdır. Bu durum yaşanabilecek bir şokun etkisinin uzun dönemde azalacağını göstermektedir. Hata düzeltme teriminin katsayısı -0.047, meydana gelebilecek herhangi bir şokun etkisinin bir yılda yüzde dört oranında azalacağını belirtmektedir.

Son olarak tahmin edilen ADRL modelinde yapısal kırılmanın olup olmadığı, yani katsayı istikrarının sınanması için Cusum-of-Square testi yapılmıştır. Bu ise şekil 4.1' de gösterilmiştir.



**Şekil:4.1.** ADRL (1,0,0) Modeli Cusum-of-Square Testi

Şekil 4.1 incelendiğinde, tahmini yapılan dönemde herhangi bir yapısal kırılmanın meydana gelmediği ve modelin ele alınan dönemde kararlı olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

## SONUÇ

Döviz kurlarıyla yurtiçi fiyat düzeyleri arasındaki yakın ilişki özellikle gelişmekte olan ülke ekonomileri adına bir hayli önem arz etmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen ani döviz kuru dalgalanmaları bu ülke ekonomilerinde kırılmalıkların artmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla fiyat istikrarı ve bunun yanında finansal istikrarı hedef olarak seçen ülke ekonomilerinin hedeflenen başarıyı yakalayabilmeleri için döviz kurlarının yurtiçi fiyatlar üzerindeki geçiş etkisini iyi biliyor olması ve bunun yanında yine bu hedefler doğrultusunda geçiş etkisinin zayıf olması gerekmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler arasında yer alan Türkiye’de döviz kurlarıyla yurtiçi fiyatlar genel düzeyi arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Bundan dolayı TCMB’nin 2002 yılı başından beri uygulamakta olduğu enflasyon hedeflemesi stratejisinde istenilen başarıları elde edebilmesi ve bunun yanında yine TCMB’nin 2010 yılından itibaren finansal istikrarı da gözetilen bir politikayı sürdürebilmesinde döviz kurları geçişkenliğinin bilinmesi bu politikaların başarısı açısından önemlidir. Bu çalışmada TCMB’nin 2002 yılında örtük, 2006 ile birlikte açık enflasyon hedeflemesi ve 2010 yılından itibaren finansal istikrarı gözetilen politikalarının döviz kurlarındaki değişimlerle ithalat fiyat endeksini etkilemesi sonucu, bu etkinin yurtiçi fiyat düzeylerini nasıl etkilediği ilişkisi ARDL modeliyle 2010:01 ve 2018:03 dönemleri arasında aylık veriler kullanılarak incelenmiştir.

Türkiye’de enflasyon hedeflemesi stratejisi döneminde enflasyon oranlarının özellikle açık enflasyon hedeflemesi döneminde hedeflerden uzak kaldığı görülmektedir. Hedeflenen enflasyon oranlarının yakalanamamasında farklı nedenler olabilmekteyse de Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için bu hedeflerin yakalanamamasında en önemli nedenlerinden biri olarak döviz kurlarında meydana gelen değişimler gösterilebilir. Çünkü bu ekonomilerde, ekonomik derinliğin istenilen düzeyde olmaması ve yapısal reformların gerçekleşmemesi ekonomide oluşabilecek olan kırılmalıkların artmasına neden olabilmektedir. Öte yandan özellikle Türkiye’de üretimi yapılan ürünlerin makine teçhizatının büyük bir bölümünün ithal mallarına dayanıyor olması da döviz kurlarıyla yurt içi fiyatlar arasında yakın bir ilişkinin var olmasına neden olmaktadır. Tüm bunlardan dolayı, bilhassa açık enflasyon hedeflemesi döneminde döviz kurlarındaki geçişkenliğin yüksek olması, enflasyon hedeflemesi stratejisi döneminde istenilen enflasyon oranlarının yakalanması konusunda TCMB’yi

zorladığı sonucuna varılmaktadır. Bununla birlikte, TCMB yayımladığı yıllık raporlarda enflasyon hedeflerinin istenilen düzeye getirilememesinin özellikle 2006 yılından itibaren artan dışsal şoklardan dolayı olabileceğini vurgulamıştır.

Özellikle 2010 yılından sonra gelişmekte olan ülkelerde artmaya başlayan ani sermaye hareketleri bu ülkelerin ekonomilerindeki kırılganlıkların artmasına neden olmuştur. Uzun yıllardır yurtiçi fiyat düzeylerini aşağıya çekmeye çalışan ve bunun yanında fiyat istikrarını da hedefleyen TCMB 2010 yılından itibaren artan sermaye hareketlerine karşı yeni para politikası araçları geliştirmiştir. Bunun için, TCMB tarafından 2010 yılından sonra geliştirilen yeni para politikalarının ekonomideki istikrarı istenilen düzeyde tutması ve sürdürülebilir olması sağlanmaya çalışılmıştır. Ayrıca uzun yıllardır enflasyon oranlarını aşağıya çekmeye çalışan TCMB, bu yıllarda finansal istikrarı sağlamaya yönelik politikaları da yürütmeye başlamıştır.

Artan sermaye hareketlerine önlem olarak geliştirilen para politikası araçlarıyla birlikte TCMB artık fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da kendine amaç edinmiştir. Ancak 2010 yılından sonra özellikle Türkiye’de döviz kurlarının yerli para birimi karşısında sürekli olarak değer kazanmaya başlamasının istenilen hedeflerin tutturulmasında TCMB’yi zorladığı görülmektedir. Döviz kurlarının sürekli olarak artmasına bağlı bir şekilde, döviz kurlarının yurtiçi fiyatlar üzerindeki geçiş etkisinin de arttığı görülmektedir. Bu ise, TCMB’yi enflasyon hedeflerinden ve finansal istikrarının sürdürülebilirliğinden uzaklaştırmaktadır. Hem finansal istikrarın hem de fiyat istikrarının hedeflerden uzak gerçekleşmesi ise ekonomideki kırılganlıkların artmasına neden olabilmektedir.

Bu çalışmada kullanılan değişkenlerle uygulanan ARDL modelinin sonuçlarına göre, döviz kurlarının yurtiçi fiyatlara geçiş etkisinin yüksek olduğu ve geçiş etkisi yüksekliğinin ithal mallarının fiyatları üzerinde etkili olduğu bunun sonucunda ithal malları fiyatlarının yükseldiği görülmektedir. İthal mallarının fiyatının yükselmesi ise, hem nihai malların fiyatını yükseltmekte hem de üretimde kullanılan ithal mallarının fiyatları vasıtasıyla üretim maliyetlerinin yükselmesine neden olmaktadır. 2010 yılında itibaren artan döviz kuru geçişkenliğine bağlı olarak ithal mallarının fiyatlarının yükselmesi tüketici ve üretici fiyatlarının hedeflenenden yüksek çıkmasına neden olmaktadır. Yurtiçi fiyat düzeylerinde hedeflerden uzaklaşılması ise, Türkiye ekonomisindeki kırılganlıkların artmasına neden olabilmektedir. Ekonomideki kırılganlıkların artmasıyla birlikte de finansal istikrarın istenilen düzeyde olması ve

sürdürülebilmesi oldukça zorlaşmaktadır. TCMB'nin, özellikle son dönemlerde döviz kurlarının geçişkenliğinin yüksek olmasının neden olduğu durumlardan dolayı hedeflediği enflasyon oranlarını yakalayamadığı ve bunun yanında finansal istikrarı sağlayabilen politikaların da yetersiz kaldığı görülmektedir.

Türkiye gibi gelişmekte olan bir ülkede döviz kurlarının yurtiçi fiyatlar üzerindeki geçiş etkisinin yüksek olması fiyat istikrarının ve bunun yanında finansal istikrarın sürdürülememesinde en önemli etken olarak görülebilir. Bundan dolayıdır ki Türkiye ekonomisi için, döviz kurlarındaki geçişkenliğin azaltılması ve hedeflenen enflasyon oranlarıyla beraber finansal istikrarı sürdürülebilir kılan politikaların gerçekleştirilmesi büyük önem arz etmektedir. Bunun için de ekonomideki yapısal reformların uygulanması, dışa bağımlılığı azaltıcı ve yurtiçinde üretimi arttırıcı bunun yanında katma değeri yüksek ürünlerin üretimine teşvik verici politikaların uygulanması yapılması gereken en öncelikli hareket olarak görülebilir.

## KAYNAKÇA

- Akbakay, Z. (2016). *Dünyada ve Türkiye' de enflasyon hedeflemesi politikaları ve Türkiye uygulamasının etkinliği*. Doktora Tezi. Diyarbakır: Dicle Üniversitesi
- Akçay, Y. ve Uzunöz, M. (2012). Türkiye' de büyüme ve enerji arasında nedensellik ilişkisi:1970-2010. *Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3 (2), 1- 16.
- Akel, V. ve Gazel, S. (2014). Döviz kurlarıyla BİST sanayi endeksi arasındaki eş bütünleşme ilişkisi: bir ARDL sınır testi yaklaşımı. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 44, 23-41.
- Alacahan, D. N. (2011). Enflasyon, döviz kuru ilişkisi ve yansıma. *İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (1), 49-56.
- Alacahan, D. N. (2011). *Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde enflasyon –döviz kuru ilişkisi ve türkiye uygulaması*. İstanbul: Türkmen Kitabevi
- Ali, L., Ahmed, N. and Shahbaz, M. (2008). Stock market develop and economic growth: ARDL causality in Pakistan. *International Research Journal of Finance and Economics*. 182-195.
- Alptekin, V. (2009). *Türkiye' de dış ticaret-reel döviz kuru ilişkisi: vektör otoregresyon (VAR) analizi yardımıyla sınanması*. Doktora Tezi. Konya: Selçuk Üniversitesi
- Alptekin, V. ve Mucuk, M. (2008). Türkiye' de vergi ve ekonomik büyüme ilişkisi: VAR analizi (1975-2006). *Maliye Dergisi*, 155, 159-174.
- Arı, A. (2010). Dalgalanma korkusu ve döviz kuru geçiş etkisi. *Journal of Yaşar University*, 5 (17), 2832- 2841.
- Aslan, N. Ve N. Terzi. (2013). *Küresel finans*. İstanbul: Türkmen kitabevi
- Aslan, N., Terzi, N. ve SIAMPAN, E. (2014). Türkiye'de kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme ve reel döviz kuru ile ilişkisi. *Finansal araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 5 (10), 15-32
- Atış, G. A. (2008). *Türkiye' de denge döviz kurunun belirlenmesinde portföy yaklaşımı*. Yüksek Lisans Tezi. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi.

- Aydoğan, E. (2004). 1980' den günümüze Türkiye' de enflasyon serüveni. *Yönetim ve Ekonomi Celal Bayar niversitesi iktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 11 (1), 91-110.
- Bal, H., Demiral, M. ve Yetiz, F. (2017). Döviz kurunun fiyatlara geçiş yansımaları: OECD ülkelerinden bulgular. *International Conference on Eurasian Economies*, 246-253.
- Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu. (2001). *Bankacılık sektörü yeniden yapılandırma geliştirme raporu*. Ankara.
- Başçı, E. ve Kara, H. (2011). *Finansal istikrar ve para politikası*. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- Bayır, M. ve Korkmaz, S. (2015). Döviz kuru dalgalanmalarının yurtiçi fiyatlara etkisi. *Niğde İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8 (4), 69-85.
- Bayrak, M. ve Kanca, C. O. (2013). Türkiye'de 1970-2011 yılları arasında oluşan ekonomik ve siyasi gelişmelerin seyri. *Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler E-Dergisi*, 35. <http://www.akademikbakis.org/> (Erişim tarihi: 15.03.2018)
- Benlialper, A. Ve Cömert, H. (2014). Türkiye enflasyon hedeflemesi deneyiminde döviz kurulunun rolü. *Economic Research Center Working Papers in Economics*.
- Bildirici, E. M., Alp, A. E., Ersin, . ., Bozoklu, . (2010). *İktisatta kullanılan doğrusal olmayan zaman serisi yöntemleri*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Bozdağlıoğlu, Y. E. ve Yılmaz, M. (2017). Türkiye' de enflasyon ve döviz kuru ilişkisi. *Bitlis Eren Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Akademik İz düşüm Dergisi*, 2 (3), 1-20.
- Bozkurt, . (2014). *Türkiye'de cari açığın belirleyicilerinin eş bütünleşme analizi yöntemiyle incelenmesi: 1992-2012*. Yüksek Lisans Tezi. Uşak: Uşak Üniversitesi.
- Bölükbaş, K. E. (2008). *Döviz kurunun belirlenmesine yönelik yaklaşımlar: Bir monetarist yaklaşım*. Yüksek Lisans Tezi. Antalya: Akdeniz Üniversitesi
- Ceylan, M. İ. (2013). *Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik enflasyon hedeflemesi politikaları: Türkiye rneği*. Yüksek Lisans Tezi. Ankara: T.C. Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Çağlayan, E. ve Saçaklı, İ. (2006). Satın alma gücü paritesinin geçerliliğinin sıfır frekansta spektrum tahmincisine dayanan birim kök testleri ile incelenmesi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 20 (1), 121-137.

Çağlayan, E. (2006). Enflasyon, faiz oranı ve büyümenin yurtiçi tasarruflar üzerindeki etkileri. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 21 (1), 423-438.

Çelik, İ., Gençtürk, M. ve Binici, Ö. F. (2013). İMKB 30 endeksi ile Avrupa Birliği üyesi ülke borsaları arasında dinamik ilişkilerin vektör otoregresif model bağlamında belirlenmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 60, 73-86.

Çelik, T.T. ve Taş, O. (2007). Etkin piyasa hipotezi ve gelişmekte olan hisse senedi piyasaları. *İstanbul Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 4 (2), 11-22.

Çiftçi, İ. (2016). *Türkiye ve dış ticaret ortakları uygulaması*. Yüksek Lisans Tezi. Kütahya: T.C Dumlupınar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Damar, O. (2010). *Türkiye'de döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisinin incelenmesi*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

Demirci, S. N. (2017). Finansal gelişmişliğin özel sektör ar-ge harcamalarına etkisi: Türkiye için eş bütünleşme, nedensellik, etki-tepki analizleri ve varyans ayrıştırması (1990-2014). *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 74, 157-183.

Dücan, E. ve Şentürk, M. (2017). Enflasyon dinamikleri ve döviz kuru geöişkenliği: Bir mikro iktisadi sarmal. *V. Anadolu International Conference in Economics'da sunulan bir bildiri*. [http://2017.econanadolu.com/admin1/dn\\_content/590646f246ac1.pdf](http://2017.econanadolu.com/admin1/dn_content/590646f246ac1.pdf) (Erişim tarihi: 21.09.2017)

Ergin, A. (2015). Döviz kuru ve enflasyon arasındaki geçiş etkisi: Türkiye örneği. *Ömer Halisdemir Üniversitesi Dergisi*, 8 (3), 13-29.

Ermışoğlu, E. (2011). *Enflasyon hedeflemesi stratejisinin Türkiye'deki başarısının değerlendirilmesi*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

Ermışoğlu, E. (2013). Türkiye' de enflasyon hedeflemesi: bir başarı hikayesi mi?. *Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 7 (1), 31-58.



- Eroğlu, İ. (2007). Açık enflasyon hedeflemesi stratejisi ve Türkiye deneyimi. *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 2, 1-28.
- Esen, E., Yıldırım, S. ve Kostakoğlu, S.F. (2012). Feldstein-Horioka Hipotezinin Türkiye Ekonomisi İçin Sınanması: ARDL Modeli Uygulaması. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve idari Bilimler Fakóltesi Dergisi*, 7 (1), 251- 267.
- Gujarati, N. D. and Porter, C. D. (2012). *Temel ekonometri*. (Çev. Ü. şenesen ve G.G. şenesen). İstanbul: Literatür yayımları.
- Gündoğdu, M. K. (2013). Döviz kurunun fiyatlara geçiş etkisi: Türkiye çalışması. *Türkiye İş Bankası*, [https://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/ar\\_03\\_2013.pdf](https://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/ar_03_2013.pdf), (Erişim tarihi: 29.11.2017).
- Güngör, Ö. (2016). *Enerji tüketimi ve ekonomik büyüme ilişkisi: VAR analizi*. Yüksek Lisans Tezi. Balıkesir: Balıkesir Üniversitesi.
- Güney, A. ve Tunalı, H. (2017). Faiz oranı paritesi üzerine bir değerlendirme. *Kilis Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakóltesi Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 9 (16), 35-48.
- Güven, A. T. E. (2013). Türkiye' de döviz kurlarındaki değişim ile enflasyon arasındaki ilişki (1983-2012). *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 5 (9), 141-156.
- Işık, N., Acar, M. ve Işık, B.H. (2004). Enflasyon ve döviz kuru ilişkisi: bir eş bütünleşme analizi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakóltesi Dergisi*, 9 (4), 325-340.
- Kardaşlar, A. (2013). *Döviz kuru ile makroekonomik büyüklükler arasındaki ilişki: Türkiye üzerine bir uygulama*. Yüksek Lisans Tezi. Adana: Çukurova Üniversitesi.
- Kara, H. ve Orak, M. (2008). Enflasyon hedeflemesi. İstanbul: *Ekonomik Tartışmalar Konferansı*.
- Kara, H. ve Öğünç, F. (2012). Döviz kuru ve ithalat fiyatlarının yurt içi fiyatlara etkisi. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 27 (317), 9-28.
- Kara, H. (2012). Küresel kriz sonrası para politikası. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 27 (315), 9-36.

Karacaoğlu, A. (2010). *Portföy dengesi yaklaşımı ve Türkiye örneği*. Yüksek Lisans Tezi. Ankara: Gazi Üniversitesi.

Karaca, O. (2017). Türkiye' de para ve maliye politikalarının göreceli etkinliği: VAR analizi. *Bülent Ecevit Üniversitesi Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi Yönetim Kongresi Özel Sayısı*, 227-241.

Karahan, Ö. ve Çolak, O. (2017). Enflasyon hedeflemeli rejim altında Türkiye ekonomisinde faiz oranı ve döviz kuru ilişkisi. *Bülent Ecevit Üniversitesi Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi Yönetim Kongresi Özel Sayısı*, 983-991.

Kargı, V. (2007). Enflasyon ve 1980- 2005 döneminde Türkiye' de fiyat artışları. *Maliye Dergisi*, 152, 60-80.

Kaya, E. (2009). *Döviz kuru rejimlerinin Euro'ya geçişteki rolü*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

Kaytancı, G.B. (2013). Döviz piyasaları ve döviz kuru riski yönetimi. M. Afşar (Ed), *Finansal ekonomi içinde* (132-156). Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Yayınları.

Kaya, V.M. (2012) Enflasyon hedeflemesi stratejisine genel bir bakış: 2002-2011 Türkiye deneyimi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 33, 129-138.

Kerimoğlu, D. (2013). *Enflasyon hedeflemesinde döviz kuru müdahalelerinin etkinliği: Türkiye örneği*. Yüksek Lisans Tezi. Kütahya: Dumlupınar Üniversitesi.

Kocak, E. (2014). Türkiye'de çevresel kuznets eğrisi hipotezinin geçerliliği: ARDL sınır testi yaklaşımı. *İşletme ve İktisat Çalışmaları Dergisi*, 2 (3), 62-73.

Manzur, M. (2002). Exchange rate, prices and world trade: new methods, evidence and implications. New York: Routledge.

Mishkin, S.F. (2000). Inflation targeting in emerging market countries. *American Economic Review*, 9 (2), 105-109.

Mishkin S.F. (2001). One decade of inflation targeting in the World: what do we know and what do we need to know?. <http://www.nber.org/papers/w8397.pdf>, (Erişim tarihi: 21.08.2017).

Mishkin, S.F. (2007). Does inflation targeting make a difference?. *The National Bureau of economic research*. <http://www.nber.org/papers/w12876>, (Erişim tarihi: 21.08.2017).

- Odhiambo, N.M. (2009). Energy consumption and economic growth nexus in Tanzania: An ARDL bounds testing approach. *Energy Policy*, 37 (2), 617-622.
- Özdemir ve N.Ç.Uslu (Eds.), *Para ve banka içinde* (s. 170-195). Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Yayınları.
- Özçam, M. (2004). *Enflasyon hedeflemesi hakkında rapor*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.
- Öztürk, B. ve Bayraktar, Y. (2010). Döviz kurlarını açıklamaya yönelik yeni yaklaşımlar. *Celal Bayar üniversitesi iktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 11 (1), 157-191.
- Özdemir, B.K. (2012). Döviz kurlarının anlamı ve belirlenmesi. Gerek, S. (Ed.), *Para teorisi içinde* (s. 92- 114) Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Yayınları.
- Tarı, R. (2012). *Ekonometri*. Kocaeli: Umuttepe Yayınları.
- Tarı, R. ve Yıldırım, Ç. D. (2009). Döviz kuru belirsizliğinin ihracata etkisi: Türkiye örneği. *Yönetim ve Ekonomi Celal Bayar Üniversitesi iktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 16 (2), 95-105.
- Taş, T., Yılmaz, Ç. ve K., Alptekin, V. (2016). Döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisi: Türkiye örneği. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (35), 1-9.
- Taylor, B.J. (200). Low inflation, pass-through, and the pricing power of firms. *European Economic Review*, 44, 1389-1408.
- Torun, N. (2015). *Birim kök testlerinin performanslarının karşılaştırılması*. Yüksek Lisans Tezi. İstanbul: İstanbul Üniversitesi.
- Tuna, K. (2007). Enflasyon hedeflemesi ve ülke deneyimleri. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (1), 223-250.
- Tutar, E. (2005). *Enflasyon hedeflemesi önkoşulları: Türkiye' de para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkinin incelenmesi*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- Tümtürk, O. (2017). Türkiye' de döviz kurlarının yurtiçi fiyatlara geçiş etkisi ve enflasyon hedeflemesi. *Manisa Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 24 (3), 837-855.

Türk, E. ve Çetinkaya, T. A. ( 2015). Döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisinin Granger nedensellik testi ile incelenmesi 'Türkiye örneği'. *Kırıkkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 5 (1), 27-38.

Türkiye İstatistik Kurumu. (2008). Fiyat endeksleri ve enflasyon sorularla resmi istatistikler dizisi-3. Ankara.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (1997). *Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (1998). *Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2000). *Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2001). *Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2003). *Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2005). *Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2006). *Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2007). *Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2009). *Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2012). *Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2013). *Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2014). *Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2015). *Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2016). *Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2017). *Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

Tüzün, Ö. C. (2007). *Döviz kurunun yurt içi fiyatlara geçiş etkisi: Türkiye örneği*. Yüksek Lisans Tezi. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi.

Parasız, İ. (1996). *Makroekonomi teori ve politika*. Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.

Peker, S. H. (2011). Türkiye' de enflasyon ve enflasyon hedeflemesi uygulamasının değerlendirilmesi. *Selçuk Üniversitesi İktisadi ve idari Bilimler Fakültesi Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 11 (22), 487-506.

- Peker, O. ve Görmüş, Ş. (2008). Türkiye' de döviz kurunun enflasyonist etkileri. *Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakültesi Dergisi*, 13 (2), 187-202.
- Pesaran, H. M., Shin, Y. and Smith, J.R. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of the level relations. *Journal of Applied Econometrics*. 16, 289-326.
- Sanchez, M. Hahn, E. And Ca' Zorzi M. (2007). Exchange rate pass-through in emerging markets, European Central Bank.
- Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası iktisat*. İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- Şıklar, İ. (2011). Döviz piyasaları ve döviz kurlarının belirlenmesi. İ. Şıklar (Ed.), *Finansal ekonomi içinde* (s.139-166) Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Yayınları.
- Ural, M. (2003). Finansal krizler ve Türkiye. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 18 (1), 11-28.
- Usta, B. (2003). *Enflasyon hedeflemesi: gelişmekte olan ülkeler uygulanabilirliği ve Türkiye örneği*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- Uyar, E. (2001). Krizden krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizleri. Türkiye Ekonomi Kurumu.
- Ünsal, E. (2011). *Makro iktisat*. Ankara: İmaj Yayıncılık.
- Yıldırım, S. (2013). *Türkiye'de para ve sermaye piyasalarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi: ARDL sınır testi yaklaşımı*. Yüksek Lisans Tezi. Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi.
- Yıldırım, K., Mercan, M. ve Kostakoğlu, F. S. (2013). Satın alma gücü paritesinin geçerliliğinin test edilmesi: zaman serisi ve panel veri analizi. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8 (3), 75-86.
- Yıldırım, K., Karaman, D. ve Taşdemir, M. (2013). *Makroekonomi*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Yıldıran, Ç. D. (2010). *E-views uygulamalı temel ekonometri makroekonomik verilerle*. İstanbul: Türken kitabevi.

Yükseller, Z. (2013). Enflasyon hedeflemesi: Türkiye deneyimi (2006-2011 dönemi).  
Türkiye Ekonomi Kurumu.