

Makaleler

MERKEZ BANKASININ 2002- 2009 YILLARI ARASINDA UYGULADIĞI PARA POLİTİKASI VE KUR REJİMİNİN GENEL BİR ANALİZİ

Alper Yakupoğlu*

ÖZET

Türkiye’de Şubat 2001’de yaşanan krizin ardından bankacılık ve finans sektöründe yeniden yapılanma sürecine gidilmiş, Merkez Bankası’nın yapısında değişiklikler gerçekleştirilmiş, bağımsızlık ve hesap verebilirlik gibi yeni kavramlar uygulamaya konulmuştur. Merkez Bankası’nın esas amacı fiyat istikrarı olarak belirlenmiş, sabit kur rejiminden vazgeçilerek dalgalı kur rejimine geçilmiş, TL devalüe edilmiş ve piyasa faizleri Merkez Bankası’nın politika faizi doğrultusunda belirlenmeye başlanmıştır. Merkez Bankası 2001 sonrası dönemde beklentileri yönlendirme konusunda büyük mesafe almış, hazırlanan dönemsel raporlar, basın açıklamaları ve sunumlarla uyguladığı politikalara ve politika duruşuna ilişkin piyasalar sürekli bilgilendirilmiştir. Merkez Bankası kriz sonrası yıllarda yaşanan finansal çalkantılara ve siyasi krizlere rağmen, uyguladığı politikaları tavizsiz sürdürmeye devam etmiştir. Bu çalışmada 2002-2009 döneminde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın uyguladığı para politikasının ve kur rejiminin genel bir analizi yapılacak ve sonuçları irdelenecektir.

Anahtar kelimeler: Merkez bankaları, para politikası

* Doktora öğrencisi, Kadir Has Üniversitesi, Sosyal Bilimler Fakültesi, Bankacılık Finans Doktora Programı.

Abstract

After the crisis in February 2001 the banking and finance sector in Turkey was restructured, the structure of the Central Bank was renewed using new concepts of central banking like independency and accountability. Price stability set as the main target for the Turkish Central Bank, fixed exchange rate regime was abandoned and a free floating exchange regime was adopted. Turkish Lira was devaluated and Central Bank begun to announce policy rates in order to fix the market interest rates. After 2001, Central Bank made significant progress in shifting market expectations towards its targets. Central Bank begun to inform the public on its policies and policy stands continuously with periodical documentation, public disclosures and presentations. Turkish Central Bank applied its monetary policy without any concession in an environment of political crises and financial turbulences . In this paper, the implementation and the results of Turkish Central Bank's monetary policy and exchange rate regime will be analyzed for the 2002-2009 period.

Keywords: Central banks, monetary policy

1. Giriş

Şubat 2001'de yaşanan krizin ardından, Mayıs 2001'de dönemin hükümeti tarafından IMF destekli "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" açıklanmıştır. Bu program, bankacılık sektöründe köklü düzenlemeler, yapısal reformlar ve mali disiplinin sağlanmasına yönelik tedbirler içermekteydi (Parasız 2009, 416). Yeni program Nisan 2001 ortasında açıklanmış, Mayıs 2001'de yürürlüğe girmiştir. Bu yeni programda mali disiplin hedeflenmiş, parasal disiplin sözü verilmiş ve özellikle bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması gündeme getirilmiştir. Alınacak tedbirler konusunda niyetin ciddi olduğunun bir göstergesi olarak daha program açıklanmadan önce Merkez Bankası Kanunu değiştirilmiştir (Özatay 2009, 45). Değiştirilen kanunda, para politikasının temel amacının fiyat istikrarı olduğu belirtilmiştir. Söz konusu bu iki gelişme piyasalarda ekonomik programa olan güveni artırmıştır (Kadioğlu 2006, 20). Bunun

yanında Şubat 2001 krizinin hemen ardından Merkez Bankası, 2000 yılı başından beri uygulanmakta olan IMF destekli istikrar programının temel unsuru olan ABD doları ve Euro dan oluşan döviz sepeti uygulamasının devam ettirilmesinin, istikrar programına olan güvenin kaybolmuş olması nedeni ile artık mümkün olmadığını, dolayısı ile dalgalı kur rejimine geçileceğini ve zaman içinde para politikası olarak enflasyon hedeflemesi rejiminin benimseneceğini açıklamış (TCMB 2001), bunun ardından Türkiye dalgalı kur rejimine geçmiştir. Bunu takiben 2002 yılında dönemin hükümeti tarafından uygulanmaya başlanan, 3 yıllık bir süre içinde (2002- 2005) enflasyonu %12 düzeyine, daha sonra da tek haneli düzeylere indirmeyi amaçlayan ekonomik istikrar programı, ardından 2005-2008 yıllarını kapsayan, enflasyon hedeflemesini içeren yeni bir ekonomik istikrar programı yapılmıştır.

Türkiye’de 2001 krizi sonrası yürütülen yeni para politikası, fiyat istikrarına ulaşma amacı üzerine odaklanmıştır. Dalgalı kur rejimine geçişle birlikte, 22 Şubat 2001 tarihinden itibaren, Merkez Bankası’nın birincil önceliği; para politikasının etkinliği açısından faiz oranlarının Merkez Bankası’nca kontrol edilebilir hale gelmesi, ödemeler sisteminin çalışır hale gelerek finansal istikrarın sağlanması, borcu olan kamu ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu’na (TMSF) devredilen bankalardaki yükümlülüklerin, daha uzun vadeli ve daha düşük faizle finanse edilerek kamu borcu üzerindeki baskının azaltılması olmuştur (Önder 2007, 238). Böylelikle Türkiye’de para ve kur politikası açısından yeni bir dönem başlamıştır.

Bu çalışmada 2002 sonrası uygulanan para politikasının ve dalgalı kur rejiminin temel unsurları ele alınarak, Merkez Bankası’nın politika duruşu ve bu duruşun ekonomiye etkileri irdelenecektir. Birinci bölümde, Türkiye’de değişen merkez bankacılığının temel özellikleri anlatılacak, ikinci bölümde Türkiye’de 2002 sonrası para politikasının uygulanışı dönemler itibariyle anlatılacak, sonuç bölümünde ise bu politikanın sonuçlarının analizi yapılacaktır.

2. Merkez Bankası’nda Yapısal Değişim: Değişen Hedefler ve Bağımsızlık

21. yüzyılda merkez bankacılığında önemli değişimler meydana gelmiştir. 2000’li yılların başından itibaren uluslararası likiditede

görülen artış ve 1990'ların sonunda ilk defa Yeni Zelanda'da uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesi stratejisi ile bağımsızlık, hesap verebilirlik, şeffaflık gibi yeni kavramlar ortaya çıkmıştır. Türkiye'de 2001 krizinin acı tecrübeleri ile birleşen bu yeni gelişmeler, 2001 krizi sonrasında Merkez Bankası'nı da etkilemiştir. Türkiye'nin uzun yıllardan beri kronik enflasyon sorununu çözememesinin getirdiği kamuoyu tepkisi ve hızla değişen ekonomik koşullar merkez bankacılığı konusunda Avrupa Birliği standartlarına ve dünyada meydana gelen söz konusu gelişmelere uyum sağlama çabalarının birleşmesiyle, modern merkez bankacılığına uygun bir yasal çerçeve oluşturmaya yönelik olarak Merkez Bankası Kanunu'nda değişikliklere gidilmiştir (Resmi Gazete 2001, 14). 1211 Sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nda yapılan değişikliklerle, Merkez Bankası'nın bağımsızlığı vurgulanmış, özellikle kullanacağı politika araçlarını bağımsız olarak belirleyebileceği ve temel amacının fiyat istikrarı olduğu belirtilmiş, şeffaf ve hesap verebilir merkez bankacılığı için düzenlemeler getirilmiştir. Getirilen yenilikler esas itibarıyla dört ana başlıkta toplanabilir. Bunlardan birincisi Merkez Bankası'nın nihai amacının fiyat istikrarı olmasıdır. İkincisi, Merkez Bankası'na finansal sistemin istikrarını sağlama görevinin verilmesidir. Üçüncüsü, Merkez Bankası'nın amaçlarına ulaşmada kullandığı araçları kendi inisiyatifiyle belirlemesi; yani araç bağımsızlığı ve siyasi iktidarların keyfi uygulamalarını bertaraf etmek amacıyla getirilen kurumsal bağımsızlıktır. Dördüncüsü, uygulanan politikalarda şeffaflık ile politikalar ve sonuçlarıyla ilgili olarak hükümete ve kamuoyuna hesap verme sorumluluğudur.

3. Para Politikasının Uygulanışı

3.1. 2002- 2005 Dönemi: İstikrar Programı ve "Örtük Enflasyon Hedeflemesi"

2001 yılından başlayarak 2005 yılına kadar geçen dönemde Merkez Bankası "açık enflasyon hedeflemesi" rejimine geçmemiştir. Enflasyon oranlarının yüksekliği ve uygulanan politikalara kamuoyunun güveninin tam olarak sağlanmamış olması nedeniyle Merkez Bankası açık bir şekilde ifade edilmeyen bir enflasyon hedeflemesi

stratejisi uygulamıştır. Bu stratejiye “örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi” denilmiştir (TCMB 2004, 6).

Örtük enflasyon hedeflemesi, enflasyon hedeflemesi rejimine yakınsama stratejisi olarak tanımlanabilir. Örtük enflasyon hedeflemesinde bir enflasyon hedefi belirlenmiş ve para politikası gelecek dönem enflasyonuna odaklanmıştır (TCMB 2006a, 17). Merkez Bankası'nın bu dönemde uyguladığı para politikasında nihai hedefi, enflasyon hedeflemesine geçmek olmuştur. Ancak gerekli ön koşullar tamamlanmadan enflasyon hedeflemesine geçilmesinin para politikasının güvenilirliğini sarsacağı düşüncesiyle enflasyon hedeflemesine geçiş için, para politikasının etkinliğini kısıtlayan unsurların zayıflamasının beklenmesi düşünülmüştür. Böylece örtük enflasyon hedeflemesi uygulanan 2002- 2005 yılları arasındaki dönem, Türkiye’de 2006 yılında uygulanmaya başlanan açık enflasyon hedeflemesi için gerekli şartların oluşturulduğu bir dönem olmuştur (Öztürk ve Biner, 2008, 30).

Bu tür bir stratejinin benimsenmesinin birden fazla nedeni vardır. Birincisi, 2002- 2005 döneminde bankacılık sektöründeki operasyonun devam etmekte oluşudur. İkincisi, Türkiye’de geçmiş enflasyona dayalı bir fiyatlama alışkanlığının varlığıdır. Üçüncüsü, döviz kurundaki hareketler enflasyondaki değişimi belirlemede çok önemli bir rol oynamaktaydı. Dördüncüsü ve en önemlisi ise mali baskınlıktı. Bu dönemde kamu borçlanma gereği çok yüksek düzeydeydi (Özatay 2009, 50). Bir başka neden de kronik enflasyon ortamında para talebinin tahmininin zorlukları ve parasal göstergelerle enflasyon arasındaki ilişkinin genelde istikrarlı olmaması yüzünden, salt parasal hedefleme ile enflasyonla mücadelenin yeterli olmayacağı düşüncesiydi (TCMB 2002, 2). Enflasyon hedeflemesinin etkinliği büyük ölçüde güvenilirlik düzeyi ile bağlantılı olup, bu nedenle Merkez Bankası koşullar oluşmadan enflasyon hedeflemesine geçilmesinin güvenilir olmayacağı saptamasından hareket etmiştir. Bu nedenlerle dalgalı kur rejimine geçiş sonrasında açık enflasyon hedeflemesine kademeli olarak yakınsama stratejisi benimsenmiş, para politikasının etkinliğini kısıtlayan ve aktarım mekanizmalarının işlemesi için engel teşkil eden unsurların ortadan kalkması beklenmiştir (TCMB 2005, 3).

Merkez Bankası, 2002- 2005 yılları arasında enflasyon hedeflemesi rejiminin kurumsallaşma, teknik kapasite, şeffaflık, hesap verebilirlik gibi unsurlarına kademeli olarak yaklaşma stratejisi izlemiştir. Örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde, Merkez Bankası hükümet ile birlikte enflasyon hedeflerini saptamış, kısa vadeli faiz oranlarını enflasyonla mücadelede kullanırken, para tabanını da ek bir çapa olarak belirlemiş, böylelikle enflasyon hedeflerinin güvenilirliğinin artırılmasını amaçlamıştır. Merkez Bankası'nın bağımsızlığı yolunda atılan adımlar ile mali disiplin ve yapısal düzenlemeler, Türkiye'de fiyat istikrarı yolunda kazanımları beraberinde getirmiştir. Piyasada dalgalı kur rejimine uyum artmış ve enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için elverişli bir ortam oluşmasına yönelik mesafe alınmıştır (TCMB 2005, 1).

Merkez Bankası 2002- 2005 döneminde enflasyon hedeflerinin tümüne ulaşmış, güvenilirliği artmış ve piyasadaki enflasyon beklentileri hedeflere yakınsamıştır. Kamu borç stokunun çevrilebilirliğine ilişkin tartışmalar ekonomideki gündem maddeleri arasında ilk sıralarda yer almışken, bu durum ortadan kalkmış, mali disiplinin sürekliliği konusundaki kaygılar büyük ölçüde hafiflemiştir. Finansal piyasaların derinliği artmaya başlamış, finansal kesimin kırılabilirliği ise azalmıştır. Döviz kurundaki ve finansal piyasalardaki volatilité azalmış, risk primi düşmüştür (Kara 2006, 11). 2002- 2005 döneminde Türkiye'de ekonomik istikrarda alınan mesafeler ters dolarizasyon sürecinin başlamasını sağlamış, portföy tercihlerinde TL cinsinden yatırımların ağırlığı artmaya başlamış, TL'den altı sıfır atılarak Yeni Türk Lirası'na geçilmiş, temel makroekonomik değişkenlerin öngörülebilirliği Avrupa Birliği ile tam üyelik müzakerelerinin başlaması ve IMF ile yapılan anlaşmayla birlikte artmıştır (TCMB 2005, 3).

2002- 2005 döneminde enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi açısından önkoşullardan bir diğeri olan para politikasında kurumsal altyapının iyileştirilmesi konusunda da önemli adımlar atılmış, mali disiplin ve Merkez Bankası'nın kurumsal yapısında sağlanan olumlu gelişmeler; Merkez Bankası'nı bağımsız, şeffaf, hesap verebilir bir duruma getirmiş ve enflasyonist beklentileri yönlendirebilmesini sağlamıştır (Öztürk ve Biner 2008, 31). Bağımsızlık nokta-

sında uygulama anlamında önemli mesafe alınmış; bu gelişme, kronik enflasyonist sürece tekrar dönülmeyeceği konusundaki piyasa beklentilerini güçlendirmiştir. Gerek Türkiye İstatistik Kurumu'nun yayımladığı fiyat endekslerinde yapmış olduğu değişiklikler, gerekse gerçekleştirilen para reformu nedeniyle, 2005 yılında enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmemiş; ancak 2005 yılı Merkez Bankası tarafından enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için son hazırlık dönemi olmuştur. Merkez Bankası tarafından doğrudan enflasyon hedeflemesi rejimine hızlı bir geçiş yapılmaması akıllıca bir karar olmuş (Kara 2006,14), piyasa beklentilerinin uzun bir süreçte yönlendirilerek bu beklentilerin kalıcı olması sağlanmıştır.

Örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde 2002- 2005 yılları arasında yılsonu enflasyon hedefleri açıklanmış, enflasyon ilk üç yıl üst üste belirlenen hedeflerin altında gerçekleşmiştir. Enflasyonun düşük seviyelerde istikrara kavuştuğu normal şartlar altında, gerçekleşen enflasyon rakamının sistematik olarak hedefin altında kalması olumsuz bir durum olarak değerlendirilebilir. Ancak 2002- 2005 döneminde Merkez Bankası'nın kronik enflasyonist ortamdan tek haneli rakamlara giderken temel amacı yüksek enflasyonu düşürmek olduğundan, hedeflerin altında kalınması beklentileri olumsuz etkilememiş, aksine enflasyondaki düşüşün süreceğine dair algılamaları kuvvetlendirmiştir (TCMB 2006b, 5). Merkez Bankası enflasyon beklentilerini hedefe doğru şekillendirmeye çalışmış, iletişim kanallarının iyi bir şekilde kullanılmasıyla üretim düzeyinde göreceli olarak az bir dalgalanma meydana gelmiştir.

3.2. 2006- 2009 Dönemi: Enflasyon Hedeflemesine Geçiş ve Sonrası

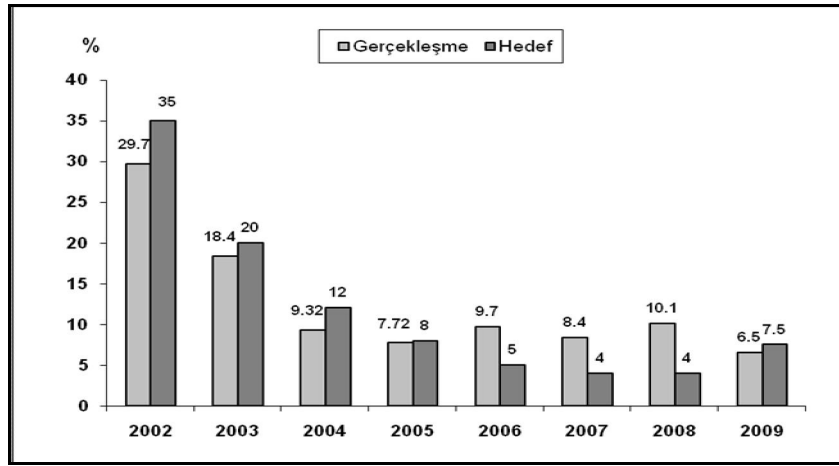
Merkez Bankası 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçildiğini ilan etmiş ve enflasyon hedefi "nokta hedef" olarak belirlenmiştir. Ekonomik birimler tarafından kolaylıkla takip edilebildiği ve günlük yaşam maliyetini iyi ölçen bir gösterge olduğu için, enflasyon hedefinin Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) üzerinden tanımlanması tercih edilmiş ve hedeflenen enflasyon oranı, 2003 baz yılı alınan Tüketici Fiyat Endeksi'nin yıllık yüzde değişimi ile hesaplanan

yıl sonu enflasyon oranı olarak belirlenmiş ve Türkiye’de 2006 yılından itibaren üç yıllık bütçe uygulamasına geçilmesi nedeniyle Merkez Bankası da üç yıllık bir hedef patikası açıklamıştır (Özatay 2009, 58).

“Açık enflasyon hedeflemesi” rejiminin uygulamaya konulması dünya konjoktöründe hızlı değişimlerin başladığı bir döneme denk gelmiş ve bu hızlı değişim sürecinin bir yansıması olarak Türkiye ekonomisi bir dizi şokla karşılaşmıştır. Bu nedenle 2006- 2008 döneminde Türkiye’de enflasyondaki düşüşü engelleyen unsurlar büyük ölçüde para politikasının kontrolü dışındaki gelişmelerden kaynaklanmıştır (TCMB 2008, 2). Uzun süre etkili olan bu küresel finansal şoklar, 2006- 2008 döneminde Türkiye’de enflasyonun hedeflerin üzerinde gerçekleşmesine neden olmuştur (Başçı, Özel ve Sarıkaya 2007, 27). Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejiminin maruz kaldığı ilk ciddi şok, 2006 yılı Mayıs ayından itibaren uluslararası sermaye koşullarının gelişmekte olan ülkeler aleyhine değişmesi ve bunun sonucunda Türkiye’nin de dâhil olduğu birçok ülkeden sermaye çıkışları yaşanması olmuştur. Bu dönemde TL’nin yaklaşık olarak %30 civarında değer kaybı yaşaması, yaşanan finansal çalkantının yol açtığı güvensizlik ortamı ve gıda fiyatlarındaki sert artışlarla birlikte enflasyonun yükselmesine ve enflasyon beklentilerinin Merkez Bankası’nın hedeflerinin üzerine çıkmasına neden olmuştur. Merkez Bankası bu durumun fiyatlama davranışları üzerinde kalıcı etkiler oluşturmaması amacıyla para politikasında belirgin bir sıkılaştırmaya gitmiş ve ek olarak bir dizi politika önlemi almıştır. Bu önlemler döviz alım ihalelerine ara verilmesinden, TL ve döviz likiditesine ilişkin çeşitli düzenlemelere kadar uzanmıştır. Yaşanan dalgalanma sonrasında enflasyon beklentileri ile hedefler arasındaki fark açılmıştır. 2007 yılı ve sonrasını kapsayan dönemde ise enflasyondaki düşüşü engelleyen temel unsurlar, uluslararası piyasalarda petrol ve diğer emtia fiyatlarında yaşanan keskin artışlar ile fiyat ayarlamaları olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda olduğu gibi Türkiye’de de gıda fiyatlarının TÜFE içindeki ağırlığının yüksek olması, enflasyondaki oynaklığı arttırmıştır (TCMB 2008, 3). Enflasyon hedeflerinin tutturulamamasına rağmen, Türkiye’de makroekonomik alanda ve finansal piyasalarda yaşanan olumlu geliş-

melere istinaden Türkiye'nin risk profili iyileşmiş, faiz oranları ve faiz oranlarındaki volatilité azalmış, TL daha stabil hale gelmiştir (Keller, Kunzel ve Souto 2007, 20). Ancak 2008 yılında yaşanan küresel kriz bütün dengeleri değiştirmiştir.

Grafik 1: Türkiye'de Enflasyon Hedef ve Gerçekleşmeleri (2002- 2009)



Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>, (15/ 07/ 2010)

3.2.1. Enflasyon Hedeflemesindeki Başarısızlığın Nedenleri

2006- 2009 yılları arasındaki dönemde enflasyon hedeflerine ulaşamaması esas itibariyle Merkez Bankası'nın uyguladığı para politikasının kontrolü dışındaki unsurlardan kaynaklanmasına rağmen, hedeflerin üç yıl üst üste aşılması, enflasyon hedeflerinin beklentiler için çıpa olma fonksiyonunun zayıflamasına neden olmuştur. 2006 yılında enflasyon oranı Merkez Bankası'nın belirlediği belirsizlik aralığının üst sınırını aşmıştır. 2006 yılında enflasyonun yükselmesinde belirleyici olan unsurlar ise işlenmemiş gıda fiyatlarındaki hızlı artışlar, enerji fiyatlarındaki gelişmelerin işlenmemiş gıda ve enerji hariç olarak hesaplanan mal fiyatları endeksindeki yükselişe ise daha çok döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisi ile açıklanabilmektedir. 2007 yılı ve sonrasını kapsayan dönemde ise enflasyon-

daki düşüşü engelleyen temel unsurlar, uluslararası piyasalarda petrol ve diğer emtia fiyatlarında yaşanan keskin artışlar ile fiyat ayarlamaları olmuştur. 2007 yılı enerji ve gıda fiyatlarındaki istenmeyen gelişmelerin etkili olduğu bir yıl olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda olduğu gibi Türkiye’de de gıda fiyatlarının TÜFE içindeki ağırlığının yüksek olması, enflasyondaki oynaklığı artırmıştır. 2006 ve 2007 yıllarında yaşanan arz yönlü şokların olağandışı boyutlara ulaşması enflasyon hedeflerinin belirgin olarak aşılmasına nedeni olmuştur, 2008 yılındaki küresel kriz ise enflasyon hedeflemesini nominal çıpa özelliğinin ortadan kalkmasına neden olmuştur. Sadece Türkiye’de değil, gelişmekte olan bazı ülkelerde de enflasyon hedefinin tutturulamaması, enflasyon hedeflemesinin sınıldığının aksine zor bir para politikası stratejisi olduğunu göstermiştir. Daha önemli olan husus, arz şoklarının etkisinin başlangıçta ekonomi çevreleri tarafından tahmin edilenden daha uzun bir süre devam edeceğine ilişkin algılamaların giderek güçlenmiş olmasıdır (Yılmaz 2008, 4). Bu nedenlerle 2009 yılında enflasyon hedef oranları artık nominal çıpa olma özelliğini yitirmiştir. Enflasyon hedeflerinin tutmamasının arkasındaki nedenler sırasıyla; petrol fiyatlarındaki artışlar, uluslararası likidite koşulları ile küresel risk algılamasındaki değişiklikler, dolaylı vergiler, kamunun fiyat ayarlamaları, işlenmiş gıda fiyatlarındaki öngörülemeyen hareketler olmuştur.

4. Merkez Bankası’nın Likidite Yönetimi ve Faiz Oranlarının Gelişimi: 2002- 2009

Türkiye’de piyasadaki likiditeyi asıl olarak; para tabanı artışı, Hazine Müsteşarlığı’nın Merkez Bankası’na olan kupon ve anapara itfaları, Hazine’nin TL cinsi borçlanarak net döviz cinsi borç ödeyicisi olması azaltıcı yönde etkilemekte; Merkez Bankası’nın net döviz alımları, zorunlu karşılıklar ve fazla likiditeyi çekmek için yapılan faiz ödemeleri, Hazine Müsteşarlığı’nın Merkez Bankası nezdindeki hesaplarında görülen azalış, artırıcı yönde etkilemektedir. Hazine Müsteşarlığı’nın döviz ödemelerinin döviz girişlerinden fazla olacağı varsayımı ve döviz alım ihale programı temel alındığında, zaman zaman geçici likidite sıkışıklıkları yaşanmış olsa da, piyasadaki likidite fazlası makul ölçülerde devam etmiştir (TCMB 2008, 14). Piya-

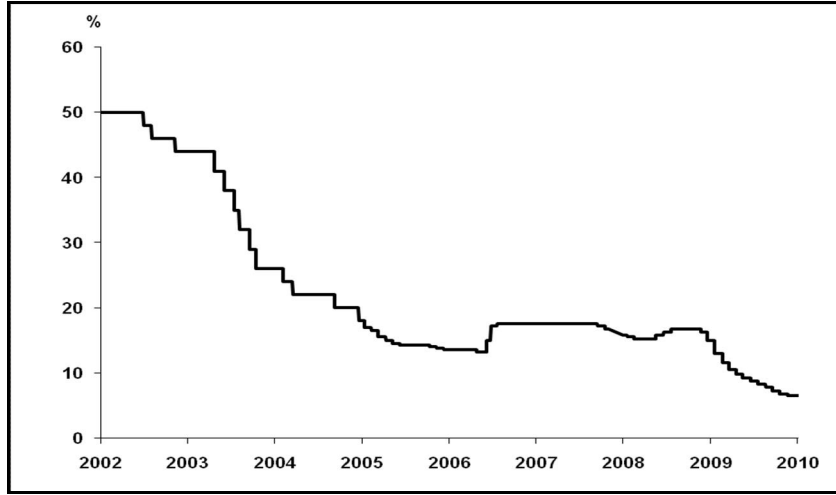
sada kalıcı likidite açığının ortaya çıkması halinde, piyasalarda referans alınan kısa vadeli faizler, Merkez Bankası borçlanma faizi değil, temel fonlama aracı olan repo ihale faizleri olmuştur. Bu nedenle, likidite sıkışmaya başladığında, piyasalarca referans alınan faiz oranı, sadece likiditenin azalması nedeniyle yükselmiştir. Böyle bir durumun yaratabileceği olumsuzlukların önüne geçilebilmesi için, enflasyondaki görünümün değişmemesi halinde, Merkez Bankası borçlanma ve borç verme faizlerini likidite sıkışıklığının gecelik faizler üzerinde yarattığı baskıyı giderecek şekilde düşürmüştür. Merkez Bankası bu dönemde, piyasa koşullarında beklenmedik değişikliklere ve ortaya çıkacak ihtiyaçlara göre likidite yönetimi stratejisinde, borçlanma ve borç verme faiz aralıklarında değişikliklere gitmiştir (TCMB 2008, 15).

Merkez Bankası'nın 2001 sonrası dönemde ana politika aracı, kısa vadeli faiz oranı (Merkez Bankası Bankalar arası Para Piyasası borçlanma oranı) olmuştur. Hem örtük enflasyon hedeflemesi hem de enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulandığı dönemde, Merkez Bankası kısa vadeli faiz oranlarını kademeli olarak indirerek piyasada likidite sıkışıklığı yaşanmasını önlemeye çalışmıştır. Merkez Bankası, Şubat 2001 krizi sonrası kamu bankaları ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu bünyesindeki bankalardan, bu kurumların likidite ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla, 14 milyar TL tutarında devlet iç borçlanma senedi almış ile 2003- 2005 dönemindeki yoğun döviz alımları sonucu oluşan likidite fazlası 2006 ve 2007 yıllarında devam etmiş, Merkez Bankası piyasadaki fazla likiditeyi bünyesinde faaliyet gösteren Bankalar arası Para Piyasası'ndaki TL depo işlemleri ve İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'ndaki repo işlemleri ile gecelik vadede çekmiş, böylece gecelik piyasa faiz oranları genellikle Merkez Bankası'nın borçlanma faiz oranı düzeyinde oluşmuştur (TCMB 2007, 11).

Merkez Bankası'nın yoğun döviz alışları nedeniyle oluşan fazla likidite koşulları Mayıs 2008'e kadar sürmüştür. Mayıs 2008'den itibaren küresel krizin etkisiyle piyasada likidite sıkışıklığı oluşmuş, bu durum yılın kalan döneminde de devam etmiştir. Merkez Bankası fazla likiditeyi gecelik vadede çekmiş, likidite açığının ortaya çıktığı Mayıs 2008 sonrasında likidite ihtiyacını düzenli olarak gerçekleştir-

diği bir hafta vadeli repo ihaleleri ile sağlamaya başlamıştır. Diğer yandan bazı bankaların ikincil piyasada verdikleri faiz oranları, Merkez Bankası borçlanma faiz oranının önemli ölçüde üzerine çıkmadığı sürece bu bankalar fazla likiditelerini işlem maliyetleri, vergi farklılıkları gibi faktörlerin neticesinde Bankalar arası Para Piyasası'nda Merkez Bankası'na borç vererek değerlendirmeyi tercih etmişlerdir. Bu nedenle, Merkez Bankası bir yandan piyasayı bir hafta vadeli fonlarken, diğer yandan da gecelik vadede piyasadaki borçlanmıştır. Böylece Merkez Bankası piyasada gecelik faiz oranlarının, referans faiz oranı niteliğindeki Merkez Bankası borçlanma faiz oranının belirgin şekilde üzerine çıkmasını önlemiş, likiditenin bankacılık sisteminde sağlıklı dağılımını sağlamış, böylelikle Merkez Bankası borçlanma faiz oranı piyasalar için temel göstergesi olmaya devam etmiştir (TCMB 2008, 14).

Grafik 2: TCMB Gecelik Faiz Oranları (2002- 2009)



Kaynak: TCMB, Bankalar arası Para Piyasası İşlem Özetleri (İşgünü, Bin TL veya %), <http://evds.tcmb.gov.tr>, (30/ 06/ 2010)

Bu dönemde küresel gelişmelere paralel olarak faiz oranları düşmüş ve tek haneli rakamlara gerilemiştir. Ekonomik istikrarda alınan mesafeye bağlı olarak nominal ve reel faizler önemli ölçüde düşmüştür. Nominal faizler % 70'lerden % 8-9'lara kadar düşerken,

reel faizler %20- 30 Aralığından % 5'in altına kadar altına kadar gerilemiştir. Faiz indirimleri gecelik para piyasasını doğrudan etkilerken, Merkez Bankası'nın kısa vadeli faiz oranlarında yaptığı bir değişiklik yaklaşık bir çeyrek yılda bankacılık sektöründe verilen kredilerin faiz oranlarına yansımaktadır (Aydın 2007, 21). Böylelikle Merkez Bankası piyasadaki kredi talebini kısa bir sürede, faiz oranlarını değiştirerek etkileyebilmektedir. Bunun yanında Merkez Bankası faiz oranlarındaki değişiklikleri döviz piyasasında stabilize etmede paralel bir etki yaratmıştır (Domaç ve Alfonso 2004, 23). 2008 yılında başlayan küresel krizin etkilerini azaltmak amacıyla TCMB politika faiz oranlarını kullanmaya devam etmiş, Merkez Bankası gelişmekte olan ve enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler içinde politika faizlerini en fazla düşüren merkez bankası olmuştur. Faiz indirimlerinin başladığı günden bu yana gerek risk primi göstergelerinin seyrinin gerekse enflasyona ve ekonomiye dair açıklanan verilerin Merkez Bankası'nın öngörülerini teyit etmesi, para politikası kararlarının beklentiler üzerindeki etkisini güçlendirmiş, piyasa faizleri kademeli olarak gerileyerek Türkiye'nin yakın tarihindeki en düşük düzeye inmiştir (TCMB 2009, 4). Merkez bankası'nın yaptığı 850 baz puanlık faiz indirimi, alınan mali tedbirlerin de katkısıyla, kredi piyasası ve iç talep üzerinde etkisini göstermiş, makroekonomik riski azaltmada önemli bir rol oynamıştır (TCMB 2009, 5). Bu bağlamda Merkez Bankası'nın faiz indirimlerinde geç kalmasının, piyasada likidite sıkışıklığına ve belki de bankacılık sektöründe bir paniğe neden olacağını da göz ardı etmemek gerekmektedir.

5. Dalgalı Kur Rejimi ve Merkez Bankası'nın Kura Müdahaleleri

Şubat 2001 sonrası kur politikası dalgalı kur rejimine uygun bir şekilde yönetilmiş, Merkez Bankası gerekmedikçe döviz piyasasına müdahale etmemiştir. Merkez Bankası müdahale etmediği takdirde döviz piyasasında mevcut oynaklığın artacağını düşündüğünde "oynaklık müdahalesi" yapmıştır (Özatay 2009, 55). Dalgalı kur rejimi altında Merkez Bankası para politikasını sabit ve öngörülebilir kur rejimine kıyasla çok daha esnek uygulayabilmiş, bankacılık sisteminin Türk Lirası likidite ihtiyaçlarına çok daha esnek ve süratle cevap verebilmiş, enflasyon hedefi ile uyumlu olduğu sürece, para piyasası faiz oranlarının aşırı dalgalanmasını önleyebilmiştir.

Türkiye’de döviz kuru, genel fiyat düzeyini önemli ölçüde etkilemektedir (Kasapoğlu 2007, 71). Bu nedenle kura yapılan müdahalelerin anti-enflasyonist istikrar programı uygulayan bir Merkez Bankası için önemi büyüktür. 2002 sonrası dönemde uluslararası piyasalarda sıklıkla yaşanan çalkantılar ve iç piyasada yaşanan gelişmelerle döviz kurlarında yüksek oranlı dalgalanmalar görülmüş, döviz piyasasında hızlı ve ani hareketler gözlenmiştir. Mayıs 2006 ve Temmuz 2007’de görülen çalkantılar ile 2008 küresel krizde yaşanan döviz çıkışı bunlardan başlıcalarıdır. Bu dalgalanmalarda esas olarak uluslararası likiditenin düzeyi önem arz etmiş (Yılmaz 2007, 32), Merkez Bankası döviz piyasasındaki likide tinin durumuna ve kurun seviyesine göre bu ani döviz hareketlerine müdahale etmiştir. Merkez Bankası döviz kurundaki oynaklığı takip etmiş ve kurlarda her iki yönde oluşabilecek aşırı oynaklık durumunda piyasaya doğrudan müdahale etmiştir. Bu müdahale kararlarını sadece geçmiş verilere bakarak değil, oluşan ve oluşabilecek potansiyel oynaklıkların bütün yönleri değerlendirerek almış, Merkez Bankası’nın doğrudan döviz alımlarının döviz piyasasındaki volatilitiyi azalttığı gözlenmiştir (Çaşkur, Pınar, Salih ve Selman 2008, 13).

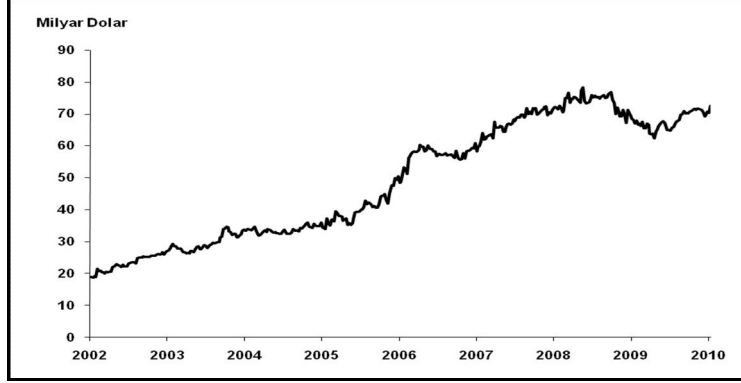
Tablo 1: 2002- 2009 Döneminde Merkez Bankası’nın Döviz Alım-Satımı (Milyon Dolar)

Yıl	Alım İhalesi	Satım İhalesi	Alım Müdahalesi	Satım Müdahalesi	Net Döviz Alımı
2002	795	-	16	12	799
2003	5,652	-	4,229	-	9,881
2004	4,104	-	1,283	9	5,378
2005	7,442	-	14,565	-	22,007
2006	4,296	1,000	5,441	2,105	6,632
2007	9,906	-	-	-	9,906
2008	7,584	100	-	-	7,484
2009*	3,508	900	-	-	2,608
Toplam	43,287	2,000	25,534	2,126	64,695

Kaynak: TCMB, 2010 Yılında Para ve Kur Politikası, Basın Duyurusu, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2009/Baskan_ParaPol10.pdf (05/01/2010), s.16

***4 Aralık 2009 itibariyle.**

Korunması gereken bir kur seviyesi olmadığından, döviz rezervlerinin düzeyinin önemi sabit ya da öngörülebilir kur rejimlerinde kiyasla oldukça azdır. Ancak Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerde karşılaşılabilecek iç ve dış şokların olumsuz etkilerinin giderilmesinde ve ülkeye duyulan güvenin artırılmasında Merkez Bankası'nın güçlü döviz rezervi katkı sağlamaktadır. Bu nedenle Merkez Bankası döviz rezervinin arttırılmasına yönelik olarak "rezerv biriktirme amaçlı döviz alım ihaleleri" gerçekleştirmiştir. Merkez Bankası, döviz piyasasındaki arz ve talep koşullarını mümkün olduğunca düşük düzeyde etkilemek için döviz alımlarını 1 Nisan 2002 tarihinden itibaren kuralları önceden açıklanmış döviz alım ihaleleri ile gerçekleştirmiş, 2005 yılından başlayarak yıllık ihale programları açıklamış, döviz likiditesinde 2008 yılındaki küresel krizde olduğu gibi olağanüstü farklılaşmalar görülmediği sürece de bu programlar da değişikliğe gitmemiştir (TCMB 2009, 8). Merkez Bankası, açtığı döviz ihaleleriyle önceden duyurulan miktarlarda alım-satım işlemi yapmış, bazı durumlarda piyasanın koşullarına bağlı olarak doğrudan müdahalede bulunmuştur. "Doğrudan müdahale" Merkez Bankası'nın bankalar arası tezgâh-üstü döviz piyasasında bankaları telefonla arayarak talep veya teklif ettiği döviz miktarını belirterek ilgili bankalardan döviz alımı/satımı gerçekleştirmesidir (Yazarın Notu). Tablo 1'de görüleceği üzere, Merkez Bankası 2002- 2009 döneminde 64 milyar 695 milyon dolar net alım gerçekleştirmiştir. 2006, 2007 ve 2009 yıllarında dolar kurunda meydana gelen yükselişi engellemek için düzenlediği satım ihalelerinde 2 milyar dolar, satım yönlü müdahalelerde 2 milyar 126 milyon dolar olmak üzere piyasaya toplam 4 milyar 126 milyon dolar vermiştir. Merkez Bankası'nın toplam döviz alışı ise, 43 milyar 287 milyon doları alım ihalesi, 25 milyar 534 milyon doları ise alım yönlü müdahale olmak üzere toplam 69 milyar 121 milyon dolar olmuştur. Böylelikle piyasadan ucuz döviz temin eden Merkez Bankası, artan uluslararası likiditenin sağlamış olduğu döviz bolluğundan rezervlerini arttırarak faydalanmıştır. Merkez Bankası bu dönemde brüt döviz rezervlerini 2002 yılının başında 18,9 milyar dolardan 2009 yılsonunda 71,5 milyar dolara çıkarmıştır (**Grafik 4**).

Grafik 3: Merkez Bankası'nın Brüt Döviz Rezervleri (2002- 2009)

Kaynak: TCMB, Merkez Bankası Analitik Bilanço Verileri (İşgünü, Bin YTL), <http://evds.tcmb.gov.tr>, (19/ 07/ 2010)

2002- 2009 döneminde Türkiye'de dolar kurunun seyrine bakıldığında volatilitenin yüksek olduğu gözlenmektedir. Dalgalı kura geçilmesi takip eden 8 yıllık dönemde dört kez yüksek oranlı dalgalanma yaşanmıştır. Her ne kadar Merkez Bankası müdahalelerde bulunsa da kurdaki oynaklığın yüksek oranda seyrettiği gözlenmektedir. Bu müdahalelerin yapılmaması durumunda kurun çok daha yüksek bir oynaklığa sahip olacağı ise açıktır. Grafik 4'de görüleceği üzere, 2002-2009 yılları arasında 1,15- 1,80 bandında dalgalanan dolar kuru, Merkez Bankası'nın müdahalelerine rağmen küresel risk iştahında meydana gelen hızlı iniş çıkışlarla geniş bir bandta dalgalanmıştır.

Grafik 4: Dolar Kuru (2002- 2009)

Kaynak: TCMB, Merkez Bankası Analitik Bilanço Verileri (İşgünü, Bin YTL), <http://evds.tcmb.gov.tr>, (31/ 06/ 2010)

7. Sonuç

Türkiye 2001 krizi sonrası sabit kur rejimi ve parasal hedefleme ile sabit faiz uygulamasını terk ederek, Şubat 2001 sonrası dalgalı kur rejimine ve parasal hedeflemeye geçmiş, 2002 sonrası dalgalı kur rejimiyle birlikte örtük enflasyon hedeflemesi, 2006 sonrası dalgalı kur rejimi ve enflasyon hedeflemesi uygulamıştır. Türkiye ekonomisi 2002- 2009 dönemine kurtarılan bankaların bıraktığı yüksek miktarda kamu borcu, yüksek dolarizasyon ve enflasyonda ataletle başlamış, 2003 yılında ABD'nin Irak işgali, 2004 ve 2006'da küresel risk iştahında azalmayla yaşanan döviz çıkışı, 2007 Cumhurbaşkanlığı seçimi ve 2008 sonrası küresel kriz ve son olarak 2009 yılında başlayan Avrupa borç krizinin etkileriyle devam etmiştir. Bu zorlu ekonomik ve siyasi ortamda Merkez Bankası bir yandan beklentileri yönlendirerek enflasyonu düşürmeye çalışmış, bir yandan döviz piyasasında yaşanan çalkantıları minimize etmek için piyasaya müdahalelerde bulunmuştur.

Bu dönemde Türkiye'de uygulanan para politikasının ve kur rejiminin birden fazla sonucu olmuştur. Bunlardan birincisi; dalgalı kur rejiminin uygulanmasıyla birlikte, Merkez Bankası, piyasaya kur taahhüdü olmadan, para politikasını rahatlıkla uygulayarak hem faizi, hem de enflasyonu düşürebilmiştir. Görece siyasi ve ekonomik istikrarın etkisiyle Merkez Bankası büyük ölçüde beklentileri yönlendirerek enflasyonu tek haneli rakamlara düşürmüştür. Faiz oranları da tek haneli rakamlara inmiş, kredi maliyetleri ucuzlamıştır. İkincisi; dalgalı kur rejiminin uygulanmasıyla döviz kurunda volatilité artmış, bu durum bazı ekonomi çevrelerinde tepkiye neden olmuş, ekonominin büyümeye başladığı dönemlerde değerlendirilen Türk Lirası dış ticaret açığını olumsuz etkilemiştir. Ancak diğer yandan değerlendirilen Türk Lirası, Türkiye'de uzun yıllardır devam eden dolarizasyon sürecini tersine çevirmiş, ters dolarizasyon süreciyle birlikte toplam mevduatlar içinde döviz cinsi mevduatın payı azalmıştır. Böylelikle Türk Lirası'ndan altı sıfır atılabilmiş, yurtiçi piyasada Türk Lirası'nın itibarı artmıştır. Üçüncüsü; 2006 yılında enflasyon hedeflemesine geçen Merkez Bankası üç yıl üst üste enflasyon hedefini tutturamamış, ekonomi çevrelerinde enflasyon hedeflemesinin doğru bir strateji olup olmadığı tartışılmaya başlanmıştır. Her ne kadar küresel krizin

etkisiyle yaşanan küresel boyuttaki ekonomik durgunluk nedeniyle hedef enflasyon oranları para politikası açısından nominal bir çıpa olma özelliğini yitirmiştir. Ancak son 30 yıldır tek haneli enflasyon oranı görülmeyen Türkiye’de, tek haneye inen enflasyon oranı Merkez Bankası açısından bir başarı sayılmalıdır. Dördüncüsü; Merkez Bankası’nın 2002- 2009 döneminde gösterdiği performans açısından, spesifik olarak beklentilerin yönlendirilmesinin ve kamuoyuyla sağlıklı bir iletişim kurulmasının, uygulanan para politikasının sağlıklı yürümesi açısından çok önemli olduğu görülmüştür. Para politikasının şeffaf bir şekilde, kamuoyunun bilgilendirilerek uygulanması, Merkez Bankası’nın itibarını arttırmıştır. Beşincisi; para politikası uygulaması açısından bakıldığında hem 2001 krizi hem de 2008’deki küresel kriz, sağlam bir bankacılık sisteminin önemini gözler önüne sermiş, Merkez Bankası’nın kısa vadeli faiz oranlarını kullanarak sadece fiyat istikrarını hedeflemesinin yeterli olmadığı, bunun yanında finansal sistemin istikrarının korunmasının da Merkez Bankası’nın ana hedefleri arasında olması gerektiğini göstermiştir. Sonuç olarak 2002- 2009 dönemi merkez bankacılığı açısından Türkiye’de bir dönüm noktası olmuştur. Küresel geçerliliği olan ilkelere benimsenmiş, enflasyon ve faiz oranları tek haneli rakamlara indirilmiş, finansal sistemde göreceli bir istikrar sağlanmıştır.

KAYNAKÇA

- Aydın, Halil İbrahim. 2007. “Interest Pass-Through in Turkey”, Central Bank of Turkey Working Paper, No.07/05, Ulus, Ankara, (June), [http:// www.tcmb.gov.tr/research/discus/WP0705ENG.pdf](http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/WP0705ENG.pdf) (giriş tarihi: 12/ 09/ 2007).
- Başçı, Erdem. Özel, Özgür. ve Sankaya, Çağrı. 2007. “The Transmission Mechanism in Turkey: New Developments”, Central Bank of Turkey Working Paper, No.07/04, (June), <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/WP0704ENG.pdf> (giriş tarihi: 12/ 08/ 2007).
- Domaç, İlker ve Alfonso, Mendoza. 2004. “Is There Room for Foreign Exchange Interventions under an Inflation Targeting Framework Evidence from Mexico and Turkey”. World Bank Policy Research Working Paper 3288, (April), <http://www.wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/I>

B/2004/06/10/000009486_20040610155908/Rendered/PDF/wps3288mexico.pdf, (giriş tarihi: 12/ 07/ 2007).

Kara, Hakan A. 2006. "Turkish Experience with Implicit Inflation Targeting", Central Bank of Turkey Working Paper, no: 06/03, <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/WP0603.pdf> (giriş tarihi: 16/ 10/ 2007).

Kadioğlu, Ferya. 2006. "Parasal Aktarım Mekanizması: Türkiye Örneğinin Yapısal Model Çerçevesinde Analizi", Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü, Ankara, (Aralık), <http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/feryakadioglu.pdf> (giriş tarihi: 20/ 12/ 2007).

Kasapoğlu, Özgür. 2007. "Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama", Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, (Şubat), <http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/ozgurkasapoglu.pdf> (giriş tarihi: 08/ 07/ 2007).

Keller, Christian, Kunzel, Peter and Marcos Souto. 2007. "Measuring Sovereign Risk in Turkey: An Application of the Contingent Claims Approach", IMF Working Paper, WP/07/233, (October), <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07233.pdf> (giriş tarihi: 18/ 11/ 2007).

Özatay, Fatih. 2009. "Türkiye'de 2000- 2008 Döneminde Para Politikası", İktisat ve İşletme ve Finans Dergisi, Cilt 24, Sayı 275, (Şubat), S. 37- 65

Öztürk, Salih ve Biner, Çoşkun. 2008. "Gelişmekte Olan Ülkelerde Kurala Dayalı Para Politikasının Etkinliği Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi: Türkiye Örneği". C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 9, Sayı 1.

Parasız, İlker. 2009. Para, Banka ve Finansal Piyasalar. 9. Baskı, Ezgi Kitapevi Yayınları.

Resmi Gazete. 2001. 24393 sayılı (05 Mayıs).

TCMB. 2001. Basın Duyurusu, (22 Şubat), <http://www.tcmb.gov.tr>, (giriş tarihi: 23/ 02/ 2001).

TCMB. 2002. 2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler, Basın Duyurusu, (2 Ocak), <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/DUY2002-01.html>, (giriş tarihi: 09/ 02/ 2007).

TCMB. 2004a. 2004 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi. Basın Duyurusu, (2 Ocak), <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2004/DUY2004-1.pdf>, (giriş tarihi: 01/ 03/ 2007).

- TCMB. 2004b. 2005 Yılı Para ve Kur Politikası. Basın Duyurusu, (20 Aralık), <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2004/DUY2004-59.pdf>, (giriş tarihi: 02/ 03/ 2007).
- TCMB. 2005. Enflasyon Hedeflemesinin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası, Basın Duyurusu, (05 Aralık), <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2005/DUY2005-56.pdf>, (giriş tarihi: 15/ 03/ 2007).
- TCMB. (2006a). Enflasyon Hedeflemesi Rejimi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayını, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/EnflasyonHedeflemesiRejimi.pdf> (giriş tarihi: 07/ 04/ 2007).
- TCMB. (2006b). Hükümete Açık Mektup, Basın Duyurusu, sayı: 2006- 70, (30 Ekim), <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2006/DUY2006-70.pdf> (giriş tarihi: 12/ 05/ 2007).
- TCMB. 2007. Enflasyon Raporu, 2007-IV, (Ekim), <http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/enf-Ekim2007.pdf> (giriş tarihi: 09/ 11/ 2007).
- TCMB. 2008. 2009 Yılında Para ve Kur Politikası, Basın Duyurusu, (16 Aralık), http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2007/Baskan_2009Parapol.pdf, (giriş tarihi: 05/ 02/ 2009).
- Yılmaz, Durmuş. 2008. "Global Challenges and Local Response-Monetary Policy in Turkey", BIS Review 82/2008, <http://www.bis.org/review/r080627c.pdf> (giriş tarihi: 07/ 02/ 2008).
- Yusuf, Önder. 2007. "Dalgalanma Korkusu ve Türkiye Örneği", Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Piyasalar Genel Müdürlüğü, (Aralık).