

**T.C.
MUĞLA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

İKTİSAT ANABİLİM DALI

**PARA POLİTİKASININ YÜRÜTÜLMESİNDE SİNYAL KALİTESİ VE
İLETİŞİM**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**HAZIRLAYAN
SERAP KAPIZ**

**DANIŞMAN
DOÇ. DR. BORA SÜSLÜ**

OCAK, 2010

MUĞLA

T.C.
MUĞLA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

PARA POLİTİKASININ YÜRÜTÜLMESİNDE SİNYAL KALİTESİ ve
İLETİŞİM

HAZIRLAYAN
SERAP KAPIZ

Sosyal Bilimler Enstitüsünce
“Yüksek Lisans”
Diploması Verilmesi İçin Kabul Edilen Tezdir.

Tezin Enstitüye Verildiği Tarih : 08/02/2010
Tezin Sözlü Savunma Tarihi : 28/01/2010

Tez Danışmanı : Doç. Dr. Bora SÜSLÜ
Jüri Üyesi : Doç. Dr. Cem M. BAYDUR
Jüri Üyesi : Yrd. Doç. Dr. Metin MERİÇ

Enstitü Müdürü: Prof. Dr. Nurgün OKTİK

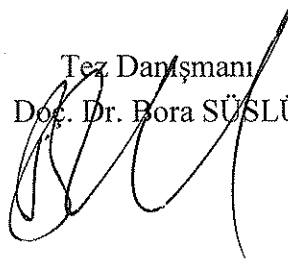
OCAK, 2010
MUĞLA

TUTANAK

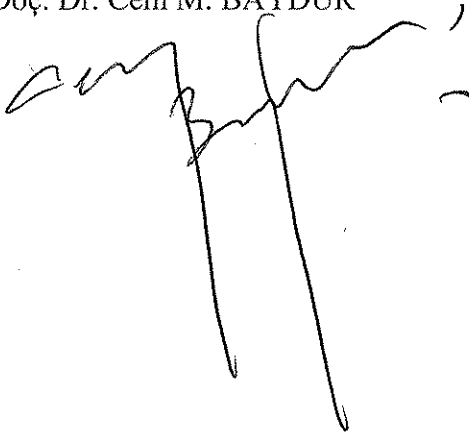
Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün 14/01/2010 tarih ve 477/1 sayılı toplantısında oluşturulan jüri, Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 25/4 maddesine göre, İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans öğrencisi Serap KAPIZ'ın "Para Politikasının Yürütülmesinde Sinyal Kalitesi ve İletişim" adlı tezini incelemiş ve aday 28/01/2010 tarihinde saat 14.00'da jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonra 60 dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin kabul edildiğine oybirliği ile karar verildi.

Tez Danışmanı
Doç. Dr. Bora SÜSLÜ



Üye
Doç. Dr. Cem M. BAYDUR



Üye
Yrd. Doç. Dr. Metin MERİÇ

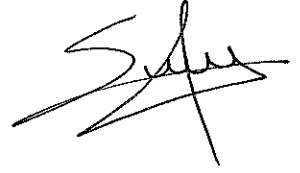


YEMİN

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum “Para Politikasının Yürütülmesinde Sinyal kalitesi ve İletişim” adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurulmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin Kaynakça’da gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

08./02/2010

SERAP KAPIZ



YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ
TEZ VERİ GİRİŞ FORMU

YAZARIN

MERKEZİMİZCE DOLDURULACAKTIR.

Soyadı : KAPIZ

Adı : SERAP

Kayıt No:

TEZİN ADI

Türkçe : Para Politikasının Yürütülmesinde Sinyal Kalitesi ve İletişim

Y. Dil : Signal Quality in Conducting Monetary Policy and Communication

TEZİN TÜRÜ: Yüksek Lisans

(x)

Doktora

()

Sanatta Yeterlilik

()

TEZİN KABUL EDİLDİĞİ

Üniversite : Muğla Üniversitesi

Fakülte :

Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü

Diğer Kuruluşlar :

Tarih :

TEZ YAYINLANMIŞSA

Yayımlayan :

Basım Yeri :

Basım Tarihi :

ISBN :

TEZ YÖNETİCİSİNİN

Soyadı, Adı : SÜSLÜ, Bora

Ünvanı : Doç. Dr.

TEZİN YAZILDIĞI DİL :TÜRKÇE

TEZİN SAYFA SAYISI: 120

TEZİN KONUSU (KONULARI) :

- 1.Modern Para Politikasının Teorik Temelleri
- 2.TCMB Para Politikaları ve İletişim Politikaları
- 3.Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın İletişim Kalitesinin Sınanması

TÜRKÇE ANAHTAR KELİMELER :

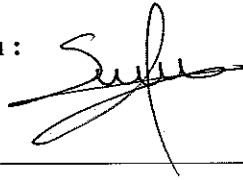
- 1.Modern Para Politikası
- 2.İletişim Politikası
- 3.Sinyal Kalitesi
- 4.Öngörülebilirlik

İNGİLİZCE ANAHTAR KELİMER:

1. Modern Monetary Policy
2. Communication Policy
3. Signal Quality
- 4.Predictability

- 1- Tezimden fotokopi yapılmasına izin vermiyorum ()
- 2- Tezimden dipnot gösterilmek şartıyla bir bölümünün fotokopisi alınabilir (x)
- 3- Kaynak gösterilmek şartıyla tezimin tamamının fotokopisi alınabilir ()

Yazarın İmzası :



Tarih : 08.02.2010

ÖNSÖZ

Bu çalışmanın hazırlanmasında değerli eleştiri ve katkılarıyla bana destek olan, akademik bilgi ve tecrübelerini benimle paylaşan, tezimin şekillenmesinde büyük katkıları olan danışmanım Sayın Doç. Dr. Bora SÜSLÜ ve Sayın Doç. Dr. Cem M. BAYDUR hocama sonsuz teşekkürlerimi sunuyorum.

Ayrıca yaşamımın her anında maddi ve manevi desteklerini benden esirgemeyen aileme ve bana destek olan bütün arkadaşlarıma sonsuz teşekkür borçluyum.

SERAP KAPIZ

OCAK 2010, MUĞLA

ÖZET

Bu çalışmanın amacı modern para politikasının etkinliği sağlayan ilkelerin incelenmesidir. Para politikası çerçevesinde iletişim politikalarının önemi ve sinyal kalitesinin ortaya koyulmasıdır. Merkez bankaları tarafından gerçekleştirilen iletişim ile piyasalar arasında ilişki daha uyumlu olmaktadır. Tezin yazılma amacı merkez bankalarının sinyal kalitesinin ve iletişimin kuvvetlenmesi para politikasının öngörülebilirliğini arttırmaktır.

Merkez bankalarının iletişim politikalarının etkin para politikasının bir parçası olduğu görüşü genel olarak kabul edilmektedir. Para politikası uygulamasında merkez bankasının başarısını ortaya koyan seçilen çapaların etkinliğine bağlıdır. Para politikasının etkinliği açısından seçilen araçlar da önemli olmaktadır. Çünkü tercih edilen iletişim aracı sinyalin gücünü belirlemektedir. Sinyal ne kadar güçlü olursa para politikasının öngörülebilirliği de artmaktadır.

Anahtar kelimeler: Modern Para Politikası, İletişim Politikası, Sinyal Kalitesi, Öngörülebilirlik.

ABSTRACT

The purpose of this study is to examine the principles which provide the efficiency of modern monetary policy and to show the importance and signal quality of communication policies in terms of monetary policy. The relationship between the communication kept by central banks and the market is in better harmony. The purpose of writing this thesis is to improve the predictions of monetary policies when the signal quality and communication of central banks become stronger.

It is generally accepted that the communication policy of central banks is one part of the effective monetary policies. In the application of monetary policy, the thing that shows the success of the central banks depends on the effective of chosen ÇAPAS. In terms of the efficiency of monetary policy, the chosen instrument is important because the preferred communicative instrument represents the power of the signal. The stronger the signal is, the more the prediction of monetary policy increases.

Keywords: Modern Monetary Policy, Communication Policy, Signal Quality, Predictability.

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
ÖNSÖZ.....	I
ÖZET	II
ABSTRACT.....	III
İÇİNDEKİLER	IV
GRAFİK LİSTESİ.....	VII
TABLolar LİSTESİ.....	VIII
KISALTMALAR LİSTESİ.....	IX
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

MODERN PARA POLİTİKASININ TEORİK TEMELLERİ

1. Para Politikasının Teorik Çerçevesi	6
1.1. Klasik Görüşe Göre Para Politikası.....	7
1.2. Keynesyen Görüşe Göre Para Politikası.....	8
1.3. Monetarizm Teorisinde Para Politikası.....	11
1.4. Rasyonel Beklentiler Teorisine Göre Para Politikası.....	13
1.5. Post Keynesyen'lere Göre Para Politikası.....	15
2. Para Politikası Amaçları.....	18
3. Para Politikası Araçları.....	21
3.1. Doğrudan Para Politikası Araçları.....	23
3.1.1. Faiz Oranı Kontrolleri.....	23
3.1.2. Kredi Tavanı Kontrolleri.....	23
3.1.3. Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları.....	24
3.1.4. Finansal Araçların Portföylerin Yeniden Düzenlenmesi.....	24
3.1.5. Disponibilite Uygulaması.....	24
3.1.6. İkna Yöntemi.....	25
3.2. Dolaylı Para Politikası Araçları.....	25

3.2.1. Reeskont Politikası.....	25
3.2.2. Zorunlu Karşılık Oranı.....	26
3.2.3. Açık Piyasa İşlemleri.....	27
4. Çağdaş Para Politikası Temel Unsurları.....	28
4.1. İhtiyari Politikalar.....	31
4.2. Kural Politikası.....	33
4.3. Bağımsızlık	35
4.3.1. Yasal ve Fiili Bağımsızlık.....	37
4.3.2. Araç ve Amaç Bağımsızlığı.....	38
4.3.3 Politik ve Ekonomik Bağımsızlık.....	39
4.3.4. Merkez Bankası Bağımsızlığının Sonuçları.....	40
5. Çağdaş Para Politikasının Temelleri.....	42
5.1. Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik.....	45
5.2. İletişim Teorik Çerçevesi.....	46
5.2.1 İletişimin Kurumsal Politikalar ile İlişkisi ve Para Politikası Etkinliği.....	50
5.2.2. Kısa ve Uzun Vadede Bekleyişlerin Yönetimi ve İletişim Politikası.....	52
5.3. Sinyal Kalitesi.....	54

İKİNCİ BÖLÜM

TCMB PARA POLİTİKALARI ve İLETİŞİM POLİTİKALARI

1. Para Politikasında Değişken Hedefleme Uygulaması.....	57
1.1. Parasal Büyüklük Hedeflemesi.....	58
1.2. Döviz Kuru Hedeflemesi.....	59
1.3. Faiz Oranı.....	59
1.4. Enflasyon Hedeflemesi.....	60
1.4.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Ön Koşulları.....	61
1.4.2. Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımında Uygulamaya Yönelik Özellikler.....	61
1.4.3. Enflasyon Hedeflemesinin Avantajları.....	62
1.4.4. Enflasyon Hedeflemesinin Dezavantajları.....	63

2. Merkez Bankasının 1990-2000 Yıllarındaki Para Politikası	63
2.1. 1990-1995 Dönemi Para Politikası.....	65
2.2. 1996-2000 Dönemi Para Politikası.....	69
2.3. 1990-2000 Döneminin Değerlendirilmesi	74
3. TCMB 2001-2009 Dönemi Para Politikaları.....	76
3.1. 2001-2005 Dönemi Para Politikası	77
3.2. 2006-2009 Dönemi Para Politikaları.....	82
3.3. 2001-2009 Döneminin Değerlendirilmesi	87
4. İletişim Açısından TCMB Yayınları.....	89

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI'NIN İLETİŞİM KALİTESİNİN SINANMASI

1. Çalışmada Kullanılan Model ve Verilerin Değerlendirilmesi.....	91
2. Verilerin Duraganlığının Ölçülmesi ve Modelin Test Edilmesi	93
SONUÇ	99
KAYNAKÇA.....	103
EKLER.....	116

GRAFİK LİSTESİ

<u>Grafik No</u>	<u>Sayfa no</u>
Grafik 1 : 2001 Sonrası Enflasyon Beklentileri.....	88
Grafik 2 : Reel Kur ve Enflasyon.....	97

TABLolar LİSTESİ

<u>Tablo No.</u>	<u>Sayfa No.</u>
Tablo 1: Ekonomik Bağımsızlığın Göstergeleri	40
Tablo 2: 1990-1994 para programı hedefleri ve gerçekleşmeler (%).....	67
Tablo 3: 1994-1995 Parasal Program Hedefleri ve Gerçekleşmeleri	69
Tablo 4: 1996-1997 Parasal Program Hedefleri ve Gerçekleşmeleri.....	70
Tablo 5: 1998 Yılı Para Programı	71
Tablo 6:2001-2004 Yılları Para Programı Göstergeleri	77
Tablo 7: 2005-2009 Enflasyon Hedeflemesi ve Faiz Gelişmeleri.....	85
Tablo 8: TCMB Yayınları.....	90
Tablo 9: Ekonometrik Testlerde Kullanılacak Verilerin Tanımlanması.....	92
Tablo 10: Birim Kök Testleri: 2004:01-2009:10.....	94
Tablo 11: İletişim Kalitesi Regresyon Sonuçları.....	96

KISALTMALAR LİSTESİ

APİ: Açık Piyasa İşlemleri

GEGP: Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı

IMF: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)

KİT: Kamu İktisadi Teşebbüsü

MB: Merkez Bankası

TCBM: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

TEFE: Toptan Eşya Fiyat Endeksi

TÜFE: Tüketici Fiyat Endeksi

TL: Türk Lirası

GİRİŞ

Son zamanlarda merkez bankaları, para politikalarının tasarımlarında iletişim politikalarına giderek artan oranda önem vermektedir. On yıl öncesine göre genel kanı merkez bankasının bilgisinin örtük (gizli) olmasıydı. Dünya genelindeki eğilime bakıldığında, merkez bankalarının iletişime verdiği önem artmaktadır. Merkez bankaları son on yılda iletişim biçimlerini artırarak ve kamuya açıklanan bilgi miktarını artırarak daha fazla şeffaflığa önem vermeye başlamıştır. Üç unsur bu gelişmeden sorumludur. İlk olarak merkez bankalarının bağımsızlıklarının artması, daha fazla hesap verme sorumluluğunu getirmiştir. Hesap verme sorumluluğu, politika belirleyicilerin beklentileri ve para politikasının işleyişleri konusunda kamuoyu ile gerçekleştirilen iletişimin miktarında artış anlamına gelmektedir. İkinci olarak birçok sanayileşmiş ve gelişmekte olan piyasa ülkeleri enflasyon hedeflemesini benimsemişlerdir. Resmi enflasyon hedeflerinin benimsenmesi; merkez bankasının iletişim uygulamalarına önem verilmesine sebep olmuştur. Üçüncü olarak birçok ülkede finansal piyasaların önemi artmıştır. Piyasa fiyatlarını yönlendiren piyasa katılımcılarının beklentileridir. Bu yüzden piyasa beklentilerini şekillendirmek ve yönetmek para politikasının önemli bir parçasıdır. Dolayısıyla bağımsızlık, hesap verebilirlik, şeffaflık ve iletişim kavramları birbiriyle sıkı bir ilişki içindedir.

Merkez bankalarının iletişim politikalarının etkin para politikasının bir parçası olduğu görüşü genel kabul gören bir görüş haline gelmiştir. Şeffaflık ve iletişim politikalarının önemi, para politikasının doğru olarak tahmin edilebildiği ve öngörülebilir olduğu ölçüde etkin olacağı görüşüyle bağlantılıdır. Gelecekte alınabilecek olası politika kararları söz konusu olduğunda birçok merkez bankası geleceğe dönük rehberlik sunmaktadır. Öngörüler gerçekleşmezse, gerçekleşen ve tahmin edilen durum arasında ortaya çıkan farklılık merkez bankasının kredibilitesine zarar verebilir. Dolayısıyla sinyal kalitesini ve iletişimi artırmak için yapılması gereken merkez bankası faizlerinin piyasa faizlerini etkilemesi gerekmektedir.

Merkez bankaları tarafından verilen sinyallerin içeriği ve iletişim araçlarının tercihi değişmektedir. Sinyaller için para politikası komitesi tarafından uygun içerik, zamanlama ve kanallar tercih edilir. Merkez bankasının sinyalleri başarılı bir şekilde gelecekteki parasal politika ile ilgili olarak piyasa beklentilerini yönlendirmek ve böylece politikayı daha fazla tahmin edilebilir kılmaktadır.

İletişimin zamanlaması ve sağlanan detay miktarı merkez bankasından merkez bankasına farklılık gösterir. Açık ve net olmayan bir merkez bankası piyasalara beklentilerini temellendirme yönünde çok az imkân sağlar. Bu durum merkez bankasının politikalarının etkilerini tahmin etmeyi güçleştirir. Yani daha fazla tahmin edilebilir olan para politikası daha etkili olmaktadır.

Uzun dönemli tahmin edilebilirliğin gerçekleştirilmesi güç bir olaydır ve bu yüzden ampirik çalışmalar kısa dönemli tahmin edilebilirliği kullanmaktadırlar; çünkü daha ölçülebilirler. Merkez bankasının iletişim gelecekteki kısa dönemli oranlarla ilgili beklentileri etkilediğini bunun da sonrasında uzun dönemli piyasa oranlarını ve diğer finansal piyasa fiyatlarını etkilemektedir. Bu fiyatlarda daha sonra enflasyon ve üretim gibi makro verileri etkiler.

Yapılan araştırmalar merkez bankası açıklamalarının piyasaları önemli biçimde hareket ettirdiğini göstermektedir. Özellikle para politikası komitesi tutanaklarının yayınlanması ve bankanın enflasyon raporu finansal piyasaları önemli bir şekilde hareket ettiriyor gözükmektedir.

Merkez bankasının iletişim stratejilerinin reel ekonomi üzerindeki etkileri hakkında hiçbir kanıt yoktur. Bu yüzden yapılan çalışmalar beklenen enflasyon üzerindedir. Kanıtlara göre enflasyon hedefinin benimsenmesinin enflasyonu düşürerek, uzun dönemli enflasyon beklentilerini kısa dönemli verilerle bağımlı kapatarak enflasyonun sürekliliğini azaltarak faydalı etkileri olmaktadır. Bununla birlikte enflasyon hedeflemesi enflasyonu ve enflasyon beklentilerini kontrol etmenin bir yoludur ama tek yolu değildir.

Sonuç olarak merkez bankaları için hangi iletişim politikalarının en iyi uygulamayı oluşturduğu konusunda fikir birliği yoktur. Uygulamalar farklılık göstermektedir ve gelişmektedir. Birçok ülkede para politikası ile ilgili kararların tahmin edilebilirliği gelişmiştir ve merkez bankası iletişimi bu gelişmeye katkı sağlamaktadır. Ekonomi ve para politikasının görünümü gibi konularda merkez bankasının görüşlerini açıklamak finansal piyasalar üzerinde çeşitli etkilere yol açar. Yapılan çalışmalar, merkez bankasının mesajlarının piyasaları yönlendirme niyeti piyasaların doğru yönlü hareket ettiğini bulmuşlardır.

Dolayısıyla etkin bir iletişim politikası oluşturmanın, etkin bir iletişim politikasının önemini kavramaktan çok daha zor olduğu açıktır. İletişimin, kavram olarak da sürekli gelişim içinde olması, merkez bankalarının iletişim stratejilerinde de sürekli bir gelişmeyi gerekli kılmaktadır. Dolayısıyla etkin bir iletişim stratejisi oluşturmak sadece zor değil, aynı zamanda sürekli yenilenen bir süreçtir.

Piyasa katılımcıları geçmişten beri para politikasının gelecekte izleyeceği seyri, tüm ipuçlarını değerlendirerek tahmin etmeye çalışmaktadır. Geçmişte merkez bankalarının uyguladıkları politikaların gizlilik içinde yürütmeleri gerektiği görüşünün kabul edildiği görülmektedir. Bugün ise merkez bankalarının iletişim politikalarının etkin para politikasının bir parçası olduğu görüşü genel kabul gören bir görüş haline gelmiştir.

İletişim ve sinyal kalitesi merkez bankasının piyasalardaki ilişkisini kuvvetlendirir. Sinyalin kalitesini belirleyen merkez bankasının iletişim araçlarıdır. Çünkü birçok iletişim araçlarını aynı anda kullanması başarısızlığa yol açmaktadır. Bu sebepten dolayı etkin iletişim aracının seçimi merkez bankaları için önemlidir. Çünkü sinyalin netliğini etkileyecek olan göndericinin seçimidir. Bu seçim etkinliği politikanın uygulanabilirliğinin başarısını gösterecektir. Diğer bir sinyalin kalitesini belirleyen unsur amaç seçimidir. Birden çok amacı gerçekleştirmek için aşırı bilgi vermek sinyal kalitesini azaltır. Sonuç olarak merkez bankası tarafından verilen sinyalin kalitesi ne kadar iyi olursa piyasa beklentilerini şekillendirmek ve yönetmek

daha kolay olmaktadır. Piyasa katılımcılarına verilen güçlü sinyaller belirsizliği ve faiz oranlarındaki oynaklığı azaltabilmektedir.

Bu araştırmadaki amaç merkez bankası iletişiminin finansal piyasaları harekete geçirme, para politikasının tahmin edilebilirliğini geliştirme, düşük enflasyon ve istikrarlı enflasyon gibi makro ekonomik hedeflere ulaşmaları için para otoritelerine yardımcı olduğunu göstermektir. Dolayısıyla bu çalışmadaki hipotezimiz, *Merkez bankalarının sinyal kalitesinin ve iletişiminin kuvvetlenmesi para politikasının öngörülebilirliğini artırmaktadır*. Bu doğrultuda TCMB'nin kullandığı iletişim araçları olan döviz kuru politikası ile enflasyon ve kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin yapılan basın duyuruları ve diğer iletişim araçları şekil, içerik ve söylem açısından gelişimi incelenecektir.

Bu doğrultuda tezin birinci bölümünde merkez bankalarının geçmiş dönem para politikası uygulamalarından günümüz modern para politikası uygulamalarına geçerken hangi unsurların etkili olduğu incelenmiştir. Modern merkez bankasının temellerinin nasıl atıldığı ve hangi iktisadi düşünceler altında geliştiği anlatılmaktadır. Bu bölümde teorik olarak modern para politikasını oluşturan unsurlar tek tek incelenmiştir. Merkez bankasının kurumsallaşmasını sağlayan bağımsızlık, güvenilirlik, hesap verebilirlik, şeffaflık, iletişim ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

Tezin ikinci bölümünde TCMB'nin 1990 yılından 2009 yılına kadar izlediği para ve iletişim politikası ortaya konmuştur. Bu doğrultuda hangi nominal büyüklükleri iletişim aracı olarak para politikasında kullandığı anlatılmıştır. Türkiye ekonomisinin yapısı gereği TCMB'nin belirlenen hedeflere ulaşmak için nasıl bir yol izlediği anlatılmıştır. Kullanılan değişkenlerin değişmesinin nedenleri ve zamanla iletişimin öneminin nasıl arttığı, sinyalin netliğini hangi araçların sağladığı ele alınmıştır. Ayrıca TCMB'nin başarılı bir politika izleyip izlemedikleri enflasyon hedefleri ile gerçekleştirmeleri karşılaştırılarak ortaya konulmuştur.

Tezin üçüncü bölümünde ise TCMB'nin 2004 ile 2009 yılları arasında uyguladıkları para politikalarının etkinliği iletişim ve sinyal kalitesi açısından test edilmiştir. Hipotezimize göre temel para politikası aracı olarak kullanılan kısa vadeli faiz oranlarının enflasyon beklentilerini etkilemede iyi bir iletişim aracı olduğu yönündedir. Kurduğumuz model ile enflasyon beklentilerini etkileme gücü en iyi olan araç ortaya konulmaya çalışılmaktadır. Yapılan test sonucunda hipotezimizin tersi bir sonuç ortaya çıkmıştır. TCMB'nin faiz değişkeni, enflasyon beklentilerini etkilemede etkin bir iletişim ve iyi bir sinyal aracı değildir. Bunun en önemli nedeni olarak Türkiye ekonomisinin dışa bağımlılığı olduğu sonucuna varılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

MODERN PARA POLİTİKASININ TEORİK TEMELLERİ

Bu bölümde modern merkez bankasının temellerinin nasıl atıldığı ve hangi iktisadi düşünceler altında geliştiği anlatılmaktadır. Bu bölümde teorik olarak modern para politikasını oluşturan unsurlar tek tek incelenmiştir. Merkez bankasının kurumsallaşmasını sağlayan bağımsızlık, güvenilirlik, hesap verebilirlik, şeffaflık, iletişim ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

1. Para Politikasının Teorik Çerçevesi

Ekonomi politikalarının amacı toplumsal refahı maksimize etmektir. Bu doğrultuda amaç ve araçları kullanarak toplumsal refah ile bireysel refah arasında köprü işlevi görür ve ekonomiye yön verirler. Ekonomi politikaları hem nicel hem de nitel politikalardır. Nitel politikalar ulaşılmak istenen ekonomik değişkenlerdeki değişmeyi ifade eder. Nicel politikalar ise, enstrümanlardaki değişmeyi ifade eder.

Ekonomi politikasının bir ayağı da para politikasıdır. Para politikası hükümetin, merkez bankasının ya da para otoritesinin, ekonomiye para arzı yöntemi ya da döviz piyasası işlemlerini kullanmak yoluyla yön vermesidir. Ekonomi literatüründe para politikası, paranın miktarını, maliyetini ve firmalar ile hane halklarının bekleyişlerini etkileyerek temel amaçlara ulaşmaya yönelik olarak oluşturulan stratejiler bütünü olarak tanımlanmaktadır (Çelik, 2006: 5).

Kredi talebinin faiz esnekliği, bankacılık sektörünün gelişmişlik seviyesi, bankaların ve ödünç alanların parasal değişiklikler karşısındaki tepkiler gibi değişkenler para politikasının ekonominin likiditesi üzerinde etkili olmasında belirleyici olmaktadır. Bu çerçevede, merkez bankalarının alacağı para politikası kararlarının ekonomiye hangi yollarla etkileyerek temel amaçlara ulaşılmasını sağlayacağını bilmesi gerekmektedir. Bu çerçevede aktarım mekanizması para otoritesinin katlanacağı maliyetleri ve belirsizlikleri de tasvir eder. Ayrıca para

otoritesi aktarım mekanizmasının sahip olduğu ortama göre (örneğin belirsizliğin yoğun olduğu dönmelerde) uyguladığı para politikası stratejisi doğrultusunda paranın miktarının amaçlarını nasıl etkileyeceğine de karar vermesi gerekmektedir. Aktarım mekanizması ile ilgili tasarım ve teorik farklılıklar ekonomik doktrinlerin de kaynağını oluşturmaktadır. Bu farklı aktarım tasarımları gerçeği yakalayabildiği ölçüde para politikası etkin olacaktır (Walsh, 1999: 10-16).

1.1. Klasik Görüşe Göre Para Politikası

Klasik görüşün temeli görünmeyen el teoremine dayanır. Bu teoriye göre, üretilen mal ve hizmetlerin tamamına yetecek kadar talep oluşmakta ve ekonomi her zaman tam istihdam düzeyinde dengede olmakta bu durumda piyasa güçleri tarafından gerçekleştirilmektedir. Diğer bir ifade ile tam rekabet şartları altında ekonomide bulunan görünmeyen el tüketici ve firmaların çıkarlarını aynı zamanda toplumun çıkarlarını da maksimum yapmaktadır (Bocutoğlu, 2001: 3-4).

Klasik düşüncenin gelir ve işgücü kuramı Say kanununa dayanmaktadır. Say kanununa göre her arz kendi talebini yaratır. Buna göre ekonomide hiçbir zaman işsizlik problemi, tüketim sorunu, üretim fazlası veya üretim eksikliği söz konusu değildir. Yani ekonomide üretim ve gelir kaybı olmaz ve ekonomi tam istihdam seviyesinde bulunur. Klasik modelde ekonominin daima tam istihdam hasıla düzeyinde dengede olması, genişletici maliye politikası gibi genişletici para politikası izleyerek de hasılayı arttırmanın mümkün olmadığını ifade eder (Dornbusch ve Fischer, 1998: 220).

Klasik görüşe göre ekonomi kendi kendine ayarlanma mekanizmasına sahiptir ve bu yüzden devletin ekonomiye müdahalesi etmesi gereksiz kabul edilmektedir (Parasız, 1997: 49). Piyasada oluşacak dengesizlikler ücretlerin ve fiyatların esnekliğine bağlı olarak ortadan kalkmaktadır.

Klasik düşüncede Say Yasasından sonraki ikinci kuram, paranın miktar kuramıdır ve fiyatlar genel düzeyini açıklamaktadır. Miktar kuramına göre para

yansız olarak kabul edilmektedir. Yani üretim ve istihdam gibi reel değişkenler reel faktörlerce belirlenmekte ve parasal etmenler önemsiz kabul edilmektedir (Parasız, 1997: 49). Buna göre para arzındaki bir artış yalnızca mal ve hizmetlerin fiyatlarını artırmakta, üretim, istihdam ve faizi değiştirmediğinden, paranın ekonominin reel kesimi üzerindeki etkisi nötrdür.

$MV=PY$ eşitliği klasiklerin para politikasına bakışlarını özetlemektedir. Bu denkleme miktar kuramı denilmektedir. Bu açıdan bu kuram için klasik doktrin V 'nin sabit olduğunu kabul eder. Böyle bir kabullenme para politikasının reel gelir etkileme imkanını ve aktarım mekanizması ile ilgili her türlü sorunu oradan kaldırır. Aktarım mekanizması ile ilgili sorunlar örneğin para politikası açısından diğer iktisadi birimlerin para otoritesinin açmalarını anlayıp anlayamaması ciddi bir politika uygulama zorluğu yaratacaktır (Lewis ve Mizen, 2000: 51-53).

1.2. Keynesyen Görüşe Göre Para Politikası

1929 yılında yaşanan bütün dünya ekonomilerini etkileyen ekonomik kriz ortaya çıkmıştır. Bu ekonomik kriz, ekonominin daralmasına sebep olmuştur. Büyük kriz klasiklerin fiyatlarla ilgili temel çıkarımlarını temelden çürütmüştür. Fiyatlar yardımıyla ekonomide üretim fazlası kaybının olmayacağı, ekonominin daima tam istihdam da dengede olacağı, işsizlik sorunun olmayacağı şeklindeki görüşlerini büyük kriz çürütmüştür. Kısacası klasik görüş ekonomik kriz ile birlikte yetersiz hale gelmiştir. Bu durumda klasik ekonomik düşünceye alternatif düşünce olarak J. Maynard Keynes tarafından ekonomik görüş ortaya konulmuştur.

Dillard (1950)'ye göre Keynes'in genel teorisinin amacı, belirli bir zamanda istihdam düzeyini neyin belirlediğini açıklamaktır. Keynes'e göre kısa dönemde istihdam düzeyini belirleyen temel ekonomik etken toplam taleptir. Bu toplam talep içinde en kritik unsurda yatırım harcamalarıdır. Yatırım harcamaları da beklentilere bağlı olan oldukça istikrarsız bir ekonomik değişkendir. Üretim ve istihdam düzeyleri geçmişte elde edilmiş sonuçlara göre değil, girişimcilerin ileriye dönük yatırım beklentişlerine göre belirlenmektedir. Yatırım beklentilerinin oynak doğası ve

tasarruflardan tamamen bağımsız olması klasiklerin iddia ettiği yatırım tasarruf eşitliği ekonomide kendiliğinden gerçekleşmez. Tam istihdam düzeyine denk gelecek yatırım düzeyi kendiliğinden gerçekleştirecek bir fiyat mekanizması (klasiklerdeki faiz) Keynes’de geçerli değildir. Yatırımlar $I=f(\text{beklentilerin})$ $S =f(Y)$ iken tam düzeyinde $I=S$ sağlama olasılığı milyarda bir düşük bir olasılıktır. Dolayısıyla ekonomide efektif olan denge düzeyinde planlanan yatırım tasarruf eşitliği gerçekleşmez. Dolayısıyla çarpan negatif yönde ekonomiyi daraltarak eksik istihdamda dengeye getirir (Keynes, 1980: 252-262).

Piyasa ekonomisinin dış müdahale olmaksızın işleyeceği düşüncesi, yani kendiliğinden düzen fikri insanların rasyonel hareket etmelerini, aynı zamanda tam bilgiye sahip olmalarını gerektirmektedir. Bilgi eksikliğinin bulunduğu şartlarda rasyonel insan davranışı üzerine temellendirilen kendiliğinden düzen önermesi rasyonel davranış ilkesine rağmen geçersizleşmektedir. Keynes, Klasiklerin somut zamanı analizlerinde tam bilgi varsayımına yer vermelerini ekonomik problemlerin gerçekçi olarak ele almasını engellediğini düşünmektedir (Çolak, 2007: 648). Bundan dolayı da Keynes eksik bilgi ortamında iktisadi aktörlerin beklentilerine dayanarak karar aldıklarını temel postulat olarak kabul eder. Keynes’e göre belirsizlik bir bilgisizlik ortamında karar vermeyi beraberinde getirdiğinden iktisadi birimlerin karşısına risk ve belirsizlik çıkmaktadır (Ercan, 2005: 100-111).

Keynes için risk ve belirsizlik iki farklı kavramdır. Riskin olduğu durumlarda olayların yenilenmesi söz konusudur ve olayların tekrar etme olasılıkları hesaplanabilir. Fakat belirsizliğin olduğu durumlarda olayların tekrar etme olasılığı belli olmadığı için olasılık hesaplamaları geçerli değildir (Fontana ve Gerrad, 2004: 620). Keynes Genel teorisinde yatırımlar ile uzun dönem beklentiler arasında ilişki kurmuştur. Yatırım kararları verilirken hem sermaye mallarının maliyetine hem de o yatırımdan umulan hasıla düzeyine bakılır. Beklenen hasıla düzeyleri ise gelecek belirsiz olduğu için belirsizliği içerir. Geleceğin belirsizliği beklenen hasıla düzeyleri ile ilgili matematiksel hesaplamaları olanaksız hale getirir. Bu yüzden insanlar kararlarını iç güdülerine dayanan kararlar verirler (Rousseas, 1998: 19-20). Keynes’in kabul ettiği belirsizlik temel belirsizliktir.

Temel belirsizlik durumu, herhangi bir kararın verildiği zamanda gelecekle ilgili bilginin olmamasıdır. Bireyler karar verme anında gelecekle ilgili bilgiyi sunacak veri setine sahip değildir ve bu durum geleceği belirsiz yapmaktadır (Dequech, 1999: 415). Dequech göre bilgi tam ve kesin değildir.

Keynes'e göre klasiklerin para politikasının fiyatlar genel düzeyi etkilemesi de pek mümkün değildir. Keynes'e göre V'nin değeri ekonomik ortama göre değişir hatta Keynes'e göre belirsizdir. V'nin belirsiz olması demek parasal aktarım mekanizmasının bilinmediği veya sonuçlarının bilinmediği anlamına gelir. Dolayısıyla ekonomide yatırım beklentilerinin kötümser olduğu bir ortamda para otoritesi ekonomideki para miktarını örneğin API ile genişletse faizleri düşürse, kısacası ekonomideki para miktarını artırsa bile toplam talep artmaz. Çünkü faizler düşse bile yatırım beklentileri yani yatırımların getirisi negatif iken iktisadi birimler artan parayı harcamalarda kullanmazlar. Dolayısıyla Keynes açısından bir deflasyon ve resesyon ortamında para politikası fiyatları etkileyemez (Keynes, 1973: 296).

Keynes'de para politikası normal konjonktür dönemlerinde etkin bir politika aracı olarak klasik görüşe yaklaşır. Ama Keynes'de fiyatlar genel düzeyi para piyasasında değil mali piyasasında toplam efektif talebe göre belirlenir (Akyüz, 1977: 204-220). Keynes göre para piyasasının rolü faizi belirlemektir.

Keynesyen görüşe göre, faiz oranları para arz ve talebi tarafından belirlenmektedir. Para arzındaki bir değişim faiz oranlarını değiştirmektedir. Likidite tercihi (para talebi), ihtiyat, mübadele ve spekülasyon güdülleri ile talep edildiği varsayılmakta, bu nedenle para talebinin faiz oranlarına karşı duyarlı olduğu görüşü kabul edilmektedir. Böylece para politikası reel ekonomiyi etkileyebilmektedir. Para politikası kriz ortamında faizleri etkilese yatırım beklentilerini düzeltmediğinden para politikası etkin değildir.

1.3. Monetarizm Teorisinde Para Politikası

Monetarizm 1976 Nobel İktisat Ödülünü kazanan Amerikalı iktisatçı Milton Friedman tarafından geliştirilmiş bir teoridir. Chicago İktisat Okulunun kurucusu olan Milton Friedman yayınladığı birçok eserinde müdahaleci Keynesyen maliye politikasına karşı çıkmıştır. Friedman'a göre üretim ve fiyatların belirlenmesinde temel etmen maliye politikası araçları değildir. Friedman'a göre enflasyon, işsizlik, bütçe açıkları gibi iktisadi sorunların temelinde para politikaları yatmaktadır. Ekonomi üzerinde iktisat politikası araçlarından etkin olan para politikasıdır (Aktan, 2000: 1).

Bu dönemde enflasyon, gündemi oluşturan önemli bir ekonomik problem haline gelmiştir. Monetarist iktisatçılar enflasyon konusu üzerinde durmuşlardır. Enflasyonun parasal bir olgu olduğunu ve para miktarının üretimden daha hızlı artması sonucu ortaya çıktığını savunmuşlardır. Para arzı kontrol edilerek enflasyonun önlenebileceğini ve bu yüzden para miktarının reel üretime göre ayarlanması gerektiğini savunmuşlardır. Enflasyona belirli çözüm önerileri getirmeleri gelişmiş ülkelerde daha fazla kabul görmelerini sağlamıştır (Sönmezler, 2006: 18).

Monetaristler klasik iktisatçıların açıkladıkları Miktar Teorisini yeniden gündeme getirerek bu teorinin enflasyonu açıklamada yetersiz kalmasını bir eksiklik olarak görmektedirler. Klasiklere göre paranın dolaşım hızı sabitken Keynesgil iktisatçıların iddia ettiği V (paranın dolaşım hızı) istikrarsız bir değişken değil aksine Monetaristlere göre bazı ekonomik değişkenlerin istikrarlı bir fonksiyonudur. Monetarizm, para miktarındaki değişmelerin, iktisadi faaliyetler ve fiyatlar genel seviyesi üzerinde büyük etkisinin olduğunu savunmaktadır. Monetaristlere göre fiyat istikrarının sağlanabilmesi için en iyi çözüm, para arzının bir kurala bağlı olarak her yıl sabit oranda artırılmasıdır. Friedman 1980 yılında yayınladığı bir çalışmada bu düşüncüyü: Sağlam para için bizim kararlı olmamız lazım. Mevcut koşullarda en iyi çözüm; parasal otoritelerin parasal tabanın büyüme oranını sabit bir şekilde artırmalarına izin veren öneridir (Friedman, 1980: 24).

Monetaristlere göre ekonomi kısa dönemde tam istihdam olmasa bile yani beklentiler kısa dönemde yanlış olsa bile beklentiler uzun dönemde düzelerek ekonomi tam istihdam seviyesinde dengeye gelecektir. Monetaristler temel politik görüş olarak para ve maliye politikasının kısa dönemde fiyatları ve reel geliri ve istihdamı etkilese bile uzun dönemde reel değişkenleri etkilemeyeceğini savunurlar. Yani uzun dönemde para maliye politikası reel değişkenleri etkilemez. Buda klasiklerin farklı bir şekilde dile getirilmesidir. Monetaristler devletin ekonomiye müdahale etmesinin enflasyona sebep olacağını ve ekonomik büyümenin istikrarsız hale geleceğini düşünmektedirler. Monetarist iktisatçılar beklentileri uyarlayıcı beklentiler olarak ele alırlar (Paya, 2002: 313-338). Uyarlayıcı beklentiler hipotezindeki ana düşünce, ekonomik birimlerin geleceğe yönelik beklentilerini geçmiş deneyimlerine dayandırmaları ve daha önce yapmış oldukları hatalardan ders alabilmeleridir.

$$\pi_t^e - \pi_{t-1}^e = \lambda(\pi_t - \pi_{t-1}^e) \quad (1)$$

Burada π_t^e cari dönem beklenen enflasyon oranını, π_{t-1}^e bir önceki dönemde beklenen enflasyon oranını, π_t ise cari dönem fiili enflasyon oranını göstermektedir. Bu ifadeye göre, ekonomik birimler her dönem, bir sonraki döneme ilişkin enflasyon beklentilerini oluştururken, yapmış oldukları son hatanın belirli bir oranını λ dikkate almaktadırlar. Söz konusu oran 0'ra yakın değer alması uyarılama hızının düşük, 1'e yakın değer alması ise uyarılama hızının yüksek olduğunu göstermektedir. Uyarılama katsayısının (λ) 0 ile 1 arasında bir değer alması, enflasyonun her dönem bir öncekinden daha yüksek oranda gerçekleştiği durumlarda, ekonomik birimlerin bekledikleri enflasyon oranının gerçekleşen enflasyon oranından düşük olmasına sebep olmaktadır. Ekonomik birimlerin bu şekilde sistematik hata yapmaları, beklentilerini oluştururken ilgili değişkenin yalnızca bugünkü ve geçmiş dönem değerlerini hesaba katmasıdır. Monetarist yaklaşımın bu uyarlayıcı beklentiler mekanizması, ekonomik karar birimlerinin sistematik beklenti hata yaptıklarını kabul ettiği için eleştirilmiştir. Bu eksiklik Muth tarafından rasyonel beklentiler hipotezi ile giderilmeye çalışılmıştır (Abiyev, 2008: 14).

Rasyonel iktisadi birimler uyarlanmış beklentiler altında geçmiş enformasyonu kullanarak karar alırlar. Ancak rasyonel bireyin doğası ile uyarılama

beklenti davranışı bir biri ile çelişir. Çünkü rasyonel birey karar almadan önce sadece geçmişini değil cari ve gelecekle alakalı değişkenleri de karar sürecine dahil eder. Böyle beklenti oluşturma sürecinde geçmişini aynen kabul etmek irrasyonel bir davranıştır. Monetarist iktisatçıların adaptif beklentilerinin bu irrasyonel yapısı John Muth tarafından eleştirilmiş rasyonel beklenti varsayımı ortaya atılmıştır. Bu varsayım ile ekonomiyi analiz eden ekole Rasyonel beklentiler teorisi veya doktrini denir.

1.4. Rasyonel Beklentiler Teorisine Göre Para Politikası

Friedman'ın öğrencileri olan bir grup iktisatçı enflasyon konusunu değişik açıdan ele aldılar ve bu görüş Rasyonel Beklentiler Teorisi olarak literatüre girmiştir. Rasyonel beklentiler teorisi Muth yayınladığı rasyonel beklentiler ve fiyat hareketleri teorisi isimli makalesi ile ortaya çıkmıştır. Muth teorisinde, enflasyonun yaşandığı dönemlerde ekonomik birimlerin uyumcu beklentilere alternatif olarak rasyonel beklentiler içinde olduğunu açıklamıştır (Aktan, 2000: 9).

İktisat teorisinde beklentiler ilk kez Cobweb teorisinde, daha sonra Keynesyenler ve Monetaristler tarafından incelenmiştir. Keynesyenler ve Monetaristler, fertlerin genel fiyat seviyesindeki değişimleri önceden tahmin etmede 'uyumcu beklentilere' sahip olacaklarını belirtmişlerdir. Uyumcu beklentiler teorisine göre gelecekteki fiyat seviyesi önceki dönemlerdeki fiyatların seviyesine göre belirlenir. Cari yıl içerisinde enflasyon oranı artarsa bireyler bir sonraki yılda enflasyon oranının artacağını tahmin ederler ve davranışlarını buna göre ayarlarlar (Ekelund ve Tollison, 1986: 687-688).

Rasyonel Beklentiler teorisine göre, bireyler rasyonel beklentilere sahip olduğundan iktisat politikası uygulamaları karşısında derhal aktif bir tavır alıp, bu politikaların beklenen sonuçlarını değiştirebilmektedir. Çünkü; bütün ekonomik birimler doğru modeli ve onun parametrelerini bilirler, fertler politika yapımcılarının bütün reaksiyonlarını hesaba katarlar, bir tahmine varabilmek için de ekonomik model çerçevesi içinde bütün bilgileri elde ederler ve kullanırlar (Frisch, 1984: 24).

Bu teoriye göre bireyler, iktisat politikası uygulamaları ve bu uygulamaların yaratacağı etkiler konusunda tam bir enformasyona sahiptirler ve sistematik bir hata yapmaları söz konusu değildir. Rasyonel beklentiler hipotezini bir denklem ile açıklayacak olursak aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$\chi_t^e = \chi_t + u_t \quad (2)$$

Bu (2)nolu denklemdeki χ_t^e 't-1' döneminde herhangi bir ekonomik değişken (x_t) hakkında oluşturulan beklentiye; x_t bu değişkenin t döneminde gerçekleşen değerini göstermektedir. Denklem 2'deki u_t beklenen değeri sıfır ve sabit varyanslı (white noise) hata terimidir. Hata terimleri birbiriyle ilişkisiz kabul edildiği için, herhangi bir dönemdeki negatif veya pozitif bir hata izleyen dönemde pozitif/negatif hataya sebep olmayacaktır (Erdoğan, 1997: 15-16). Yani bugünkü beklenti hatası, geçmiş dönem beklenti hataları ve bilgi kümesindeki tüm bilgiler ile ilişkili değildir. Beklenti hataları sistematik olarak devam etmesi olasılığı ortadan kalkmaktadır (Minford ve Peel, 1988: 9-12).

Rasyonel beklentiler teorisi objektif ve subjektif olasılık durumunu kabul ederler. Objektif olasılık durumunda, karar alıcılar geçmiş gelecekle için güvenilir bir rehber olarak kabul ederler. Subjektif olasılık durumunda, içinde bulunulan zamanda gerçekleştirilen tercihlerin gelecekteki sonuçlarıyla ilgili bireylerin zihninde beliren bilgiler gelecekteki sonuçları yönetir. Objektif olasılıkta beklentiler, bir taraftan piyasadan gelen sinyaller ile elde edilen bilgilere ve geçmiş verilerin istatistiksel analize tabi tutulmasına göre gerçekleşmektedir. Subjektif olasılıkta ise beklentiler beklenen fayda teorisi üzerine kurulur (Davidson, 1991: 129-131). Bu teoriye göre rasyonel bireylerin subjektif tahminleri ile objektif model tahminleri bir birine eşittir. Eğer model bireye göre daha iyi tahmin üretebilseydi bunu iktisatçılar satarak zengin olurdu. Dolayısıyla sıradan iktisadi ajanlar geleceği en azından karmaşık modeller kadar doğru öngörebilirler (Maddock ve Carter, 1982: 43-44).

Rasyonel beklentiler düşünürlerine göre, devlet belirli araçları kullanarak üretim, istihdam, fiyat istikrarı vb. ekonomik değişkenler üzerinde etkili olmadığından istikrarlı politikalar kullanılmalıdır. Devlet sadece kuralları belirlemeli,

fertler de hangi imkânların kendilerine açık olduğunu bilip kararlarının muhtemel sonuçlarını önceden kestirebilmelidir (Savaş, 2005: 35).

Rasyonel beklentiler teorisinin politika çıkarımlı ilgili genel savı Lucas kritiği olarak bilinir. Bu kritiğe göre sistematik para ve maliye politikası reel değişkenleri etkileyemez. Ancak şoklar ve belirsizlik durumunda para ve maliye politikası reel değişkenleri etkiler. Bu etkileme süreci ciddi bir dalgalanmayı da beraberinde getirdiğinden rasyonel beklentiler teorisi para ve maliye politikasını farklı ekonomik ortamlar altında inceler. Bu anlamda para ve maliye politikası kandırma ihtiyari ve kural politikası olarak yeni yapılar içinde uygulanır. Bu politik ortamlar sinyal kalitesi konusunda daha detaylı olarak ele alınacaktır.

1.5. Post Keynesyen'lere Göre Para Politikası

Post Keynesyen ekonominin oluşumu Keynes'in yayınladığı 'istihdam faiz ve paranın genel teorisi' adlı kitabıyla başlamış fakat bir okul olarak ortaya çıkması 1970 yılların ikinci yarısında gerçekleşmiştir. Keynesyen ekonomistlere göre, merkez bankası finansal sistemin düzgün işlemeden sorumludur ve piyasanın akışını kontrol eder. Bu yüzden Keynesyenler merkez bankasını son borç verici merci olarak görürler ve para arzını aktif olarak yönetendir (King, 2003: 57).

Post Keynesyen iktisatçılar, para arzının içsel olduğunu savunmaktadırlar. Para arzının içselliği, merkez bankasının para arzı üzerinde hiçbir kontrolünün olmaması ve para arzının tamamen efektif talep beklentilerine göre belirlenmesi anlamına gelmektedir. Paranın evrim sürecinde finansal yeniliklerin yaygınlaşması ve merkez bankasının finansal krizleri önlemek için nihai ödünç veren rolünün belirginleşmesi, para arzını içsel hale getirmektedir. Başka bir ifade ile; Post Keynesyen iktisatçı Kaldor'a göre para arzı merkez bankasının parasal politikalarından ziyade, işlerini genişletmek için krediye ihtiyacı olan firmalar ve kredi vererek kar elde etmeye ihtiyacı olan bankalar tarafından içsel olarak belirlenir (Esen, 2007: 19). Kaldor'a göre merkez bankasının para arzını kontrol edeceğini düşünmek bir hatadır. Merkez bankası özellikle faiz oranları ile ilişkilendirilmelidir.

Çünkü faiz oranları arz ve talebi etkileyerek çeşitli malların gerçek likidite primini etkiler.

Post Keynesyen ekonomistler, modern piyasa ekonomisini ileriye dönük para sözleşmeleri etrafında organize olmuş olarak yaklaşıyor. Post Keynesyenlere göre, girişimcilerin piyasa ekonomisine sorun olan belirsizlikler ile yüzleşmeleri için bu sözleşmelerin gerekli olduğunu düşünmektedirler. Sözleşmeler borçlunun gelecekte kredi verene parayı ulaştırmasıyla ortadan kalkacak olan yükümlülüklerdir. Bu yükümlülük nakit tercihinde artışa sebep olmaktadır (King, 2003: 57).

Post Keynesyenler, tam bilgi, marjinal maliyetlere dayalı fiyatlandırma, rasyonel beklentiler gibi varsayımları reddetmektedirler (Fontona ve Gerrard, 2004: 620). Post Keynesyen ekonominin en önemli özelliklerinden biri gerçekçiliktir. Post Keynesyen ekonomi gerçek ekonomik sorunlar ile ilgilenmektedir (Gordon, 1990: 1116-1118).

Post Keynesyenler belirsizlik konusu üzerinde durmuşlardır. Çünkü gerçek dünyada belirsizliğin kaçınılmaz olduğunu düşünmektedirler ve belirsizlik doğanın yapısında vardır. Post Keynesyenlerde belirsizlik ergodik olmayan bir süreçtir. Yani geçmiş gözlemler, şimdiki veya gelecekteki olaylar ile ilgili olarak bilgi türetmezler. Aynı şekilde, olayların şimdiki gözlemleri de, gelecek zaman ile ilgili olarak hiçbir güvenilir tahmin sağlamaz (Arestis, 1992: 89-91). Bireyler tercihlerin alındığı zamanla sonuçların gerçekleştiği zaman arasında öngörülemeyen değişimlerin olacağını bilirler ve gelecekteki sonuçlarla ilgili bu günden elde edilen bilgilere güvenmezler bu sebepten dolayı gelecek hesap edilemez (Davidson, 1991: 130-131). Bu şekilde mutlak belirsizliğin olduğu ortamlarda rasyonel beklentiler geçerliliğini kaybetmektedir. Dolayısıyla ekonominin ve iktisadi birimlerin beklentilerinin de yönetilmesi veya düzenlenmesi gerekir.

Belirsizliğin ve sürprizlerin var olduğu bir ekonomide, beklentilerin ekonomik sonuçlar üzerinde önemli etkisi vardır. Doğanın yapısında belirsizlik var olduğundan, piyasa güçleri geleceğin bilinmezliğini ve tahmin edilemezliğini izah

edemezler ve bu nedenle yanıltıcı olsa bile, tam olmayan bilgiyi ifade edebilirler (Arestis, 1992: 91).

Belirsizliğin olduğu bir ekonomide, ekonomik kararlar sürekli olarak karar vericilerin beklentilerinden etkilenir. Bu beklentiler, ekonomik aktörlerin sahip olduğu geçmişe ait deneyimler veya bilgi birikimi tarafından biçimlendirilir. Farklı bireyler ve gruplar aynı ekonomik durumlara farklı açılardan yaklaştıkları için, beklentileri ve kararları da farklılık gösterdiğinden Post Keynesyenlerde beklentiler heterojen bir yapıya sahiptir. Beklentilerin bu heterojen yapısı ileride gerçekleşecek olayların tam olarak tahmin edilememesine sebep olur (Davidson, 1991: 159).

Post Keynesyenler, bilginin tam olmamasını yanı sıra asimetrik bilginin var olduğunu kabul ederler. Asimetrik bilgi, ekonomik ilişki içerisinde olan taraflardan birinin diğerine göre daha fazla bilgiye sahip olmasıdır. Asimetrik bilgi ters seçim, ahlaki tehlike gibi problemlere sebep olur. Ters seçim işlem gerçekleşmeden önce, ahlaki tehlikede işlem gerçekleştirildikten sonra görülür. Asimetrik bilginin yarattığı ters seçim de piyasada borç bulmak isteyen kişiler fon bulmalarını engelleyecek olumsuz özelliklerini saklayabilir veya daha farklı gösterebilirler. Böylece istedikleri miktarda fonu hem de risk primi ödemedi düşük maliyetle elde edebilirler. Ahlaki tehlikede ödünç alanın ödünç veren açısından istenmeyen faaliyetlere girmesi veya bu yönde teşviklere sahip olması söz konusudur (Mishkin, 1996: 31). Taraflar arasında bilgi eşitsizliği anlamına gelen asimetrik bilgi finansal sistemde ve reel ekonomide sorunlara yol açar. Finansal krizler, finansal piyasalardaki bilgi akışının aksadığı ve bu yüzden finansal piyasaların görevlerini yapamadığı bir durumda ortaya çıkar. Finansal piyasalar, fonları en verimli yatırım olanaklarına etkin bir şekilde yönlendiremezler (Davidson, 1991: 130-132). Bu sebepten dolayı yatırımlarda bir azalma meydana gelir. Hatta yatırımlardaki ve kredilerdeki asimetrik bilgi ve ters seçim sonucu ciddi finansal ve reel krizler oluşur. Bunlarla mücadele etmek için politikalar geliştirilmelidir. Post Keynesyenler açısından bu tür politikalar iktisat literatüründe çapalar ve ekonomi politika ortamları olarak tartışılmaktadır. Bu açıdan örneğin enflasyon hedeflemesi bir çapa olarak zaman tutarsızlığını yenmek veya bağlayıcı/ihtiyari politika belirsizlikleri azaltması amacıyla kullanılmasını önerirler.

2. Para Politikası Amaçları

Para politikası amaçları ekonominin içinde bulunduğu duruma göre değişiklik göstermektedir. Örneğin I. Dünya Savaşı öncesinde para politikasının asıl amacı paranın değerinin istikrarını sağlamak iken, enflasyonun ekonomide ortaya çıkardığı olumsuz sonuçlar para politikasının amaçlarını ülke içinde fiyat istikrarının sağlanması, ülke dışında paranın değerinin korunması şeklinde değiştirmiştir.

Genel olarak bir ekonomide beş temel hedeften söz edilebilir. Bu hedefler; tam istihdamın sağlanması, fiyat istikrarının sağlanması korunması, istikrarlı ve hızlı bir ekonomik büyüme, ödemeler dengesindeki istikrarın sağlanması, adil gelir dağılımıdır (Rose, 1986: 95).

Para politikasının temel amaçtan başka faiz oranlarında istikrar, döviz piyasalarında istikrar, finansal piyasalarda istikrar, faktör dağılımını düzenlemek gibi çeşitli hedefleri de vardır (Akçay, 1997: 31).

Para politikasının en önemli hedefi fiyat istikrarının korunmasıdır. II Dünya savaşından sonraki dönemde enflasyonist baskıların ortaya çıkması ve enflasyonun dünya genelinde ekonomik yapıyı olumsuz etkilemesi fiyat istikrarına olan önemi artırmıştır. Fiyatlar genel düzeyinde sürekli meydana gelen değişimler milli gelir ve istihdam düzeyini, dış ödemeler dengesini, gelir dağılımını olumsuz yönde etkilemektedir. Fiyat istikrarı, fiyatların sabit ya da değişmez olması değil; bir ekonomik hedef olarak ortalama fiyat düzeyinde belli bir devamlılığın sürdürülmesi anlamına gelmektedir (Oktar, 1996: 4). Fiyat istikrarı, ekonomik karar birimlerinin üretim, tasarruf, yatırım karar verme süreçlerini olumsuz etkilemeyen, geleceği tahmin edebilmelerini sağlayan düşük bir enflasyon oranının sağlanması ve sürdürülmesi şeklinde de ifade edilebilir. Başkan Yılmaz 'tüm dünyada ekonomi politikaların nihai amacı refahı artırmaktır, refah artışı ise sürdürülebilir büyüme ve istihdam artışı ile sağlanır, bunun içinde ekonomik istikrar şarttır, ekonomik

istikrarın ön koşulunda fiyat istikrarıdır' diyerek fiyat istikrarının önemini vurgulamaktadır (Yılmaz, 2006: 1).

Fiyat istikrarı genel bir tanım çerçevesinde insanların yatırım tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranını ifade eder. Gelişmiş ülkelerde bu oran yüzde 1 ile yüzde 3 arasındaki enflasyon oranları düşük enflasyon oranıdır. Fiyat istikrarı sadece düşük enflasyon oranına ulaşmayı değil, o oranın sürdürülmesini de kapsar. Enflasyonun yüzde 1 ile yüzde 3 arasındaki düşük seviyelere ulaşip sonra tekrar yüksek seviyelere çıkması fiyat istikrarının sağlandığı anlamına gelmemektedir (Serdengeçti, 2002: 1).

Fiyat istikrarının sağlanması para politikası amaçları arasında en temel amaç olmasını sağlayan, ekonomide yaşanan enflasyon sorununun meydana getirdiği olumsuz sonuçlardan kaynaklanmaktadır. Ayrıca enflasyonun kaynağı, para stokundaki değişimler olduğu için, fiyat istikrarının sağlanmasında para politikasına büyük görevler düşmektedir.

Fiyatlar genel düzeyindeki artışlar belirsizlik ortamı yaratmakta ve iktisadi birimlerin gelecek ile ilgili sağlıklı karar almalarını engellemektedir. Diğer bir ifade ile gelecekteki enflasyonun durumu hakkındaki belirsizlik, tüketicilerin, görece fiyatları doğru bir biçimde belirlemelerini zorlaştırmakta ve karar birimlerinin uzun dönemli plan yapmasını engellemektedir. Yani yüksek enflasyon oranı daha fazla belirsizlik demektir. Fiyat istikrarı ile iktisadi birimlerin enflasyonist beklentileri azaltılır ve makroekonomik politikaların performansı artar. İktisadi birimlerin enflasyonist beklentileri etkilemek ve fiyat dalgalanmalarından kaynaklanan belirsizliği azaltmak, yatırım ve tüketim kararlarını olumlu yönde etkilemek fiyat istikrarını sürdürmekle ilgili olarak sağlanır (Okina, 1997: 255-260).

Ekonomik dengelerin kararlılığı açısından da önemli olan fiyat istikrarının sağlanması ile karar alma mekanizmalarında ve geleceğe yönelik tahminlerde istikrar sağlanmış olur. Böyle bir durum sonucunda doğru bir yönlendirme gerçekleşir. Fiyat istikrarı ile iktisadi birimlerin fiyat beklentisi ile parasal otoritenin fiyat beklentisinin

uyumlaşması beklenir. Böylece hem iktisadi birimler hem de parasal otorite aynı anda aynı bilgiye sahip olabilirler (Meltzer, 1997: 6-10).

Para politikasının bu amacı dışında başka diğer önemli bir amacı da finansal istikrarının sağlanmasıdır. Genelde para politikasının parasal istikrarı ve finansal istikrarı birlikte götürmesi kabul edilen bir görüştür. Finansal istikrar, düşük enflasyon ortamında sağlıklı büyüme ve düşük işsizlik oranı olan bir ekonomiyi oluşturmaktır. Bu finansal istikrarın sağlanması ve korunması için fiyat istikrarının sağlanması önemli olmaktadır (Erçel, 1999: 3).

Finansal istikrar dar anlamda finansal sistemin, ekonominin performansını kolaylaştırma yeteneğine ve beklenmedik olaylar sonucu ortaya çıkan finansal dengesizliklerle mücadele edebilme gücüdür (Schinasi, 2004: 6-10). Finansal istikrarın kurulmasında birbirleriyle içsel bağlantıda olan ve ayrı ayrı finansal istikrarın temel öğeleri olan üç unsur vardır. Bu üç unsur kurumlardaki, piyasalardaki ve ödeme sistemlerindeki istikrardır (Erçel, 1998: 1). Finansal kurumların istikrarlı olması, bu kurumların güçlü olmaları, ihtiyaç duyulan dönemlerde yeterli sermayeye sahip olmaları ve işlem yapabilmek ve oynaklığı sağlayabilmek için yeterli likiditeye sahip olmaları anlamına gelmektedir (Schinasi, 2003: 3). Piyasaların istikrarı, katılımcıların belirli fiyatlar ile işlemlerini güvenle yapmaları anlamındadır. Fiyatlar makro ekonomik politikaları ve yapıları yansıttığı için, sağlıklı makroekonomik politika uygulamalarında kısa sürede bir değişim olmaz ise fiyatlarda değişmez. Fiyatlardaki volatilité ve yüksek enflasyon uzun vadeli sözleşme yapma olanağını zayıflatır (Erçel, 1998: 1). Başka bir ifade ile istikrarlı fiyatlar borç sözleşmelerinin uzun vadeli yapılmasıyla finansal istikrara katkıda bulunmaktadır. Finansal istikrar, finansal piyasanın kaynaklarını dağıtma, riski yayma, tasarrufun devam ettirilmesi, gelişmeyi ve büyümeyi kolaylaştırmasının yanında, ekonomik yapı içerisinde ödeme sistemlerinin rahatça işlenmesini de kapsamına almaktadır (Özcan, 2006: 6).

Sinclair (2000), para politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişkiyi, enflasyondaki hızlı değişimler, sıkı para politikası sonucu oluşan düşük enflasyon, kısa vadeli faizlerin para politikası aracı olarak kullanılması ile açıklamaktadır.

Para politikasının yanlış uygulanması sonucu enflasyonda hızlı değişmeler gerçekleşmektedir. Enflasyonun var olduğu bu ortamda borç verenlerin reel gelirinde azalma, borç alanların reel gelirinde artış meydana gelmektedir. Gelirin yeniden dağılımı anlamına gelen bu durumun oluşması olumsuz sonuçları da beraberinde getirecektir. Böyle bir ortamda iflasların artması ihtimali artacak ve bankacılık sistemindeki kredi kalitesinde bozulmalar meydana gelebilecektir.

Sıkı para politikası sonucu oluşan düşük enflasyon ortamında bireyler ve kurumlar nakit para talebinde bulunabilirler. Bu nakit para talebindeki artış finansal istikrar açısından önemli bir sorun yaratabilmektedir. Sonuç olarak bu artış banka sistemindeki mevduatların azalmasına ve bu yolla bankacılık sektörü açısından kâr kaybının oluşmasına sebep olmaktadır. Bankacılık sektörünün kârlılığının azalması mali yapısı bozuk olan bankalarda iflasa yol açmaktadır.

Para otoritesi, istikrarlı enflasyon hedeflerini tutturmak amacıyla kısa vadeli faiz oranlarını araç olarak kullanmaktadır. Faiz oranlarındaki istikrar, istenilen bir durumdur. Kısa vadeli faiz oranlarının fiyat istikrarının sağlanabilmesi için hızlı ve geçici bir şekilde değiştirilmesi, ekonomik hayatta olumsuzluklara sebep olacaktır. Çünkü faiz oranlarındaki dalgalanmalar belirsizliklere sebep olur ve ileriye yönelik plan yapılmasını, karar alınmasını zorlaştırır. Aynı zamanda istikrarlı olmayan faiz oranları ekonomik birimlerin gelecek beklentilerini olumsuz yönde değiştirdiğinden önemli kâr kayıplarına da neden olabilmektedir. Kısa vadeli faiz oranlarında yapılan değişiklikler, finansal sistemde direk etkisi bulunan varlık fiyatlarının değişmesine neden olur (Sinclair, 2000: 386-388).

3. Para Politikası Araçları

Para politikası merkez bankasının amaçlarını ulaşmak için paranın fiyatı ve miktarını kontrol etmesi kredi hacmi düzenlemesi olarak bakılabilir. Yukarıdaki amaçları ulaşabilmek için merkez bankası para piyasalarını döviz piyasalarını, APİ swap, reeskont, mevduat münzam, selektif kredi gibi bir çok aracı kullanabilir.

Ekonomide meydana gelen gelişmeler ve para politikalarının uygulanması ile ilgili değişimler, para politikasının amaçlarını ve bu amaçların ulaşabilmek için kullanılan araçlarda değişiklikler meydana getirmektedir. Parasal yetki kurumu, parasal taban -rezerv para- merkez bankası parası veya para çoğaltanını etkileyerek para arzını istenilen yönde değiştirebilmektedir (Keyder, 2000: 47). Para arzını değiştirebilmek için belirli araçlara başvurmaktadır. Bu araçlar yardımıyla tedavüldeki para miktarını ve bunun yanında, ticari bankaların yaratmış olduğu kaydi para miktarını da düzenleme imkânına sahip olmaktadır (Dinler, 2000: 397-398). Para politikası araçları ekonomik durumlara paralel olarak kısa bir zaman içerisinde uygulanabilme ve değişebilme özelliğini bünyesinde bulundurmaktadır. Balino (1985)'e göre etkin para politikası araçları, parasal otoritelerin etkilemek istediği para, kredi veya faiz oranları gibi değişkenler üzerinde kontrol olanağı sağlamalı ve ekonomideki tasarrufların dağılımına ve bunların etkin hareketliliğine zarar vermeyecek biçimde olumsuz etkilerinin en aza indirmesi gerekmektedir.

Para politikası araçları doğrudan ve dolaylı para politikası araçları şeklinde iki gruba ayrılmaktadır (Gray ve Hoggarth, 1996: 56). Doğrudan araçlar yapılan düzenlemeler ile faiz oranlarını ya da miktarlarını (kredi-mevduat) belirler veya sınıflandırır. Doğrudan para politikası araçları temelde finansal sistemde yer alan kurumların bilançolarını etkilemeyi amaçlamaktadır. Dolaylı para politikası araçları ise piyasadaki arz talep koşulları etkilenerek yürütülmektedir. Ayrıca dolaylı para politikası araçları merkez bankası bilançosunu veya merkez bankası faizlerini etkilemeyi amaçlamaktadır.

Merkez bankacılığı yapısı incelendiğinde bazı sebeplerden dolayı 1970 öncesinde doğrudan para politikası araçları kullanılmaktaydı. Doğrudan araçların kullanılmasına; ekonominin genelinde kamu müdahalesinin olması, finansal piyasaların yeterince gelişmemesi, sermaye hareketlerinin kontrol edilmesi gibi etkenler neden olmaktadır. Daha sonra ki dönemlerde liberalizasyon, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile doruk noktasına ulaşmıştır (Özatay, 2003: 7). Liberal ekonomi anlayışı ile finansal piyasaların gelişmeye, sermaye hareketlerinin

artmaya başlamasına bağlı olarak gelişmiş ülkeler dolaylı para politikası araçlarını kullanmaya başlamışlardır. Dolaylı para politikası araçlarının kullanılmaya başlama sebebini genellersek; etkin bir parasal kontrol sistemi oluşturmak, piyasada kaynakların etkin dağılımını sağlamaktır.

3.1. Doğrudan Para Politikası Araçları

Doğrudan politika araçları para otoritesinin (merkez bankasının), para politikası uygulamalarını piyasaların insiyatifi yerine yasal düzenlemeler yoluyla gerçekleştirmesidir.

3.1.1. Faiz Oranı Kontrolleri

Merkez bankası bankaların ve banka dışı mali kuruluşların mevduat ve kredi faiz oranlarına sınırlamalar getirebilir. Böylece, farklı sektörler için farklı faiz oranları uygulanabilmekte, teşvik edilmek istenen sektörlerle açılacak kredilerin faiz oranları düşük tutulabilmekte, kaynakların istenilen sektörlerle aktarılması amaçlanmaktadır. Merkez bankaları bu aracı artık kullanmamaktadır (Önder, 2005: 61).

3.1.2. Kredi Tavanı Kontrolleri

Merkez bankaları, çeşitli ekonomik faaliyetlerle ilgili olarak ticari bankalara verdiği kredilere bir takım sınırlamalar getirebilir. Toplam kredi genişlemesi her bir ticari bankanın toplam kredi hacmi içindeki payı oranında dağıtılmakta ve belirlenmektedir. Teşvik edilmek istenen sektörlerle kredi tavanları yüksek tutularak kredilerin bu sektörlerle yönelmesi amaçlanmaktadır. Kredi tavanı kontrolleri bunun yanında parasal genişlemeyi frenlemek içinde kullanılabilir (Güneş, 1990: 55). Kredi tavanı sınırlaması bankalara da uygulanabilmektedir. Bu tavanlar bankaların sermayesine, mevcut kredilerine, kredi alanlara ve mevduatlara göre belirlenebilir. Bu tür önlemler ile para otoriteleri ticari fonların bazı alanlara kaymasını önlemeye çalışmaktadır (Gayıbov, 2001: 38).

3.1.3. Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları

Bankalar açısından reeskont oranı merkez bankasının ticari bankalara verdiği kredi için uygulanan faiz oranıdır. Merkez bankaları, ticari bankaların getirecekleri senetlere, özelliklerine göre farklı reeskont oranı uygulayabilir. Merkez bankası bu sektör ve faaliyetlerin gelişmesini sınırlandırabilir veya özendirebilir (Parasız, 1997: 273-274). Örneğin tarım kredisi veren bankaların reeskont kotaları yüksek tutularak tarım sektörüne daha fazla kaynak aktarılması sağlanabilir (Libsey vd., 1984: 188).

3.1.4. Finansal Aracıların Portföylerin Yeniden Düzenlenmesi

Merkez bankası, ticari banka ve banka dışı mali kurumların portföyünde bulunduracakları kıymetlerin miktarını ve çeşidini etkileyebilmektedir. Böylece bu kuruluşların satın alacakları menkul kıymetlerin hangi faaliyet dallarına ait olacağını, bunların oranını ve miktarını belirleyerek finansal kuruluşların ellerinde bulunan fonların, ekonomik büyümeye katkı sağlayan sektörlerle transferi sağlanabilir (Parasız, 1997: 274).

3.1.5. Disponibilite Uygulaması

Disponibilite, mevduat kabul eden bankaların taahhütlerine karşılık olarak nakit veya kolaylıkla nakde çevrilebilir, diğer bir ifade ile likiditesi yüksek değerler bulundurma zorunluluğu olarak tanımlanabilir. Disponibilite satılabilir varlıklar olarak da tanımlanabilir (Keyder, 2000: 59). Bankalardaki mevduat ile bu mevduata karşılık bulundurmak zorunda oldukları nakde çevrilebilecek değerler arasındaki ilişkiyi ifade eden disponibilite oranı piyasanın likiditesini etkileyen bir araçtır. Disponibilite oranının arttırılması finansal sistemin yaratacağı kaydi para miktarını azaltmaktadır. Enflasyonist etkilerin var olduğu bir ekonomide para miktarının azaltılması dolayısıyla sıkı para politikasının uygulanması gerekir. Sıkı para politikası ile para arzı azaltılmak istenildiği için, emisyon ve kredi hacimlerinin daraltılması, karşılık ve faiz oranlarının yükseltilmesi gibi önlemler alınır. Bu

durumda dispoñibilite oranı yükseltilir. Deflasyonist etkiler var olduğunda bu durumun tersi uygulanır ve dispoñibilite oranı azaltılır (Demirhan 2007: 20).

3.1.6. İkna Yöntemi

Merkez bankaları, finansal kurumların kamu yararına uygun şekilde hareket etmesi için sahip olduğu gücü kullanarak ikna edebilir. Merkez bankalarının bu politikayı kullanma sebebi, ticari bankaların kredi yaratma olanaklarını azaltmaktır (Hurşit, 1992: 23).

3.2. Dolaylı Para Politikası Araçları

Dolaylı para politikası araçları piyasadaki arz ve talep koşulları etkilenecek yürütülen ve etkin parasal kontrol sistemi için kullanılan araçlardır.

3.2.1. Reeskont Politikası

İskonto, henüz vadesi gelmemiş bir alacak senedinin peşin para ile bankalarda kırdırılması işlemidir. Reeskont ticari bankalar tarafından iskonto edilen ticari senetlerin yeniden merkez bankası tarafından iskonto edilmesi şeklinde tanımlanabilir. Reeskont politikası merkez bankaların reeskont oranlarını ve koşullarını değiştirmek suretiyle kredi talebini etkilemeye çalışan bir politikadır. Reeskont politikası, kredi yapısının esnekliğini ve likiditesini etkileme yönünden büyük önem taşır. Fakat bu politikanın etkinliğini belirleyen ticari bankaların merkez bankasından aldıkları kredilerin genişliğidir (Oktar, 1996: 8-9).

Merkez bankası reeskont oranını değiştirerek, faiz haddini ve ekonomideki para arzını etkileme gücüne sahiptir. Merkez bankaları, ekonomideki enflasyonist veya deflasyonist durumlara göre reeskont oranlarını ayarlayarak ekonomiye müdahale eder.

Reeskont politikası bekleyişler üzerinde de etkili olabilmektedir. Reeskont oranlarının yükseltilmesi ve reeskont koşullarının ağırlaştırılması firmalara gittikleri yolun ilerisinde tehlike olabileceğini gösteren uyarı sinyali gibi algılanabilir. Yani reeskont oranının yükseltilmesi halkın bekleyişlerini etkilemektedir. Dolayısıyla reeskont oranı sinyal görevi üstlenir.

3.2.2. Zorunlu Karşılık Oranı

Zorunlu karşılık oranı, ticari bankalar mevduatlarının bir kısmını merkez bankasında rezerv olarak tutmak zorundadır. Kanunen belirlenen ve zorunlu olarak tutulan bu rezerv oranına zorunlu karşılık oranı denir. Bankalar atıl rezervlere sahip değilse, zorunlu karşılık oranlarının yükseltilmesi durumunda bankalar verdikleri kredileri çekmektedirler. Bankaların verdikleri krediyi geri çekmesi para arzının azalması anlamına gelmektedir. Tersine bir durumda yani zorunlu karşılık oranı düşürüldüğünde zorunlu karşılık oranının bir kısmı kullanılabilir rezerv şekline dönüşmektedir. Bu durum sonucunda bankaların kredi tabanı artmaktadır ve bankaların kredi tabanındaki bu artış para arzının genişlemesine sebep olmaktadır.

Hükümetler bu para politikası aracını sadece para arzını ayarlamak için değil aynı zamanda kamu sektörüne fon sağlamak ve sektörel kredi dağılımını etkilemek için de kullanmaktadırlar (Keyder, 2000: 48-58). Zorunlu karşılıklardaki artış, bankacılık kesimi risklerini üç şekilde yükseltir. Birincisi, yeni mevduatlar bulmaksızın yeni borç verme olanağı kısıtlanan bankacılık kesiminin para yatırma yeteneği azalır. İkincisi, merkez bankasında tutulan faiz kazancı olmayan zorunlu karşılıklardan dolayı bankaların kârlılıkları düşer. Üçüncüsü, zorunlu karşılık artışı bankacılık kesiminin likitidesini azaltır ve kısa vadeli fonların maliyetinde artışlara neden olur. Merkez bankaları zorunlu karşılık oranlarını sık sık değiştirmezler. Çünkü oranlardaki küçük değişimler bile para stokunda ve rezervinde önemli değişimlere sebep olabilmektedir (Paya, 1998: 153).

3.2.3. Açık Piyasa İşlemleri

Açık piyasa işlemleri, merkez bankasının dolaşımdaki para miktarını azaltıp çoğaltmak için, hazine, bono ve tahvilleriyle, özel sektöre ait bazı tahvil ve senetleri alıp satma işlemleridir. Kısacası merkez bankasının devletin uzun ve kısa vadeli tahvillerini alıp satmasıdır. Açık piyasa işlemleri para arzını ve ekonominin likiditesini düzenlemek için kullanılmaktadır. Piyasadan değerli kâğıtların merkez bankası tarafından satın alınması durumunda, piyasaya para çıkar yani para miktarı artar. Kıymetli kâğıtların satılması durumunda da dolaşımdan banknot çekilmesiyle sonuçlanır ve para hacmi daralır (Keyder, 2000: 74).

Açık piyasa işlemleri mevduat kurumlarının rezervlerinde değişikliğe sebep olur. Merkez bankaları piyasadan menkul değerler satın aldığı anda para arzında artış olduğundan mevduat bankalarının rezerv seviyesi artar. Toplam rezerv hacminin daraltılması veya genişletilmesi kısa dönemli faiz oranlarının değişmesine sebep olmaktadır. Merkez bankasının, bankacılık piyasasındaki rezerv miktarında artışa sebep olan genişletici açık piyasa işlemleri ile merkez bankasının kendisinin menkul kıymet piyasasında alıcı olması ve aynı zamanda bankalarının da alıcı hale gelmesine neden olduğundan, kısa vadeli faiz oranlarında aşağı doğru baskı yapmaktadır. Daraltıcı açık piyasa işlemleri, faiz oranlarını artırıcı etki yaratır (Serin, 1998: 10). Ayrıca açık piyasa işlemleri ile iktisadi birimlerin geleceğe ilişkin beklentileri de etkilenmektedir. Piyasa uzmanları ve yatırımcıların beklentilerinin şekillenmesinde, açık piyasa işlemlerinin enflasyon ve faiz oranı gibi temel değişkenler üzerindeki olası etkileri belirleyici rol oynamaktadır (Demirhan, 2007: 17). Açık piyasa işlemleri diğer ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de en çok kullanılan araçtır. Bunun sebepleri de açık piyasa işlemlerinin kullanılmasındaki avantajlardan kaynaklanmaktadır. Açık piyasa işlemlerinin avantajları; tamamen merkez bankası denetiminde olması, sürekli uygulanabilir, esnek, yapılan hatalar hemen düzeltilebilir olması, kapsamlı bir bürokrasi gerektirmeden kolayca uygulanabilir olmasıdır (Paya, 1998: 154-155).

Konjoktüre göre merkez bankası aktif ve pasif faiz politikası izleyerek fiyat istikrarına ulaşmaya çalışır. Dolayısıyla merkez bankası amaçlarının ortaya konulması araçlarının kullanımının belirlenmesi politik ortama göre para

politikasının etkinliğinin incelenmesi modern para politikasının çerçevesini oluşturur. Bu çerçeveyi incelemek tez açısından çok faydalı olacaktır. Modern para politikasını ortaya koyarken merkez bankasının sinyal kalitesi de incelenmiş olacaktır.

4. Çağdaş Para Politikası Temel Unsurları

Modern para politikasının temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Gerek iletişim gerek finansal piyasaların gelişimi gerekse asimetrik bilgi ve belirsizlik modern para politikasının en önemli amacını fiyat beklentilerini kontrol etmek haline getirmiştir. Çünkü merkez bankaları kendi başlarına fiyatları belirlemezler. Fiyatları da kendi fiyat beklentilerini dikkate alarak belirlerler veya merkez bankasının ilan ettiği fiyat hedeflerine göre belirler. Eğer merkez bankası kendi hedefinde inandırıcı olabilirse o kadar politikasında etkin olacaktır. Eğer beklentiler farklı olursa açmalara ulaşmak zorlaşır örneğin enflasyonu düşürmenin maliyetleri artar. Bu açıdan modern para politikasının esas amacının enflasyonla mücadele veya fiyat istikrarı olduğunu ortaya koymak gerekir.

Enflasyon ve enflasyonun ortaya çıkardığı istikrarsızlık her ülkenin en önemli ekonomik problemlerinden biridir. Enflasyon gelir dağılımlarını bozmakta, risk ve belirsizliği arttırarak yatırımları düşürmektedir. Enflasyonun yarattığı belirsizlik, ekonomik birimlerin karar almalarını ve geleceğe ilişkin beklentilerini olumsuz etkilemektedir. Bu sebepten dolayı 1990'lı yıllarda para politikası uygulaması açısından merkez bankasının nihai hedefi enflasyonu düşürmek ve fiyat istikrarını sağlamaktır (Baydur ve Süslü, 2002: 1). Merkez bankalarının orta ve uzun dönemde fiyat istikrarı ve dolayısıyla enflasyon oranı ile ilgilenmelerinin önemli nedeni, ekonomik karar birimlerinin istikrarlı bir ekonomik ortama ihtiyaç duymalarıdır (Dowd, 1995: 2). Greenspan'ın ifadesi ile maksimum sürdürülebilir ekonomik büyümenin sağlanması yüksek istihdamı beraberinde getirecektir. Bunun içinde fiyat istikrarı olmazsa olmaz şarttır. Fiyat ve piyasa sisteminin etkinliğini azaltması şeklinde ekonomik maliyetler yaratan enflasyonun düşürülmesi, ekonomik kararlarda hata yapma olasılığını düşürecektir (Telatar, 2002: 8). Merkez bankaları enflasyonu

düşürmek ve fiyat istikrarını sağlamak için ara hedefleri veya enflasyonu hedeflemekte ve bu hedeflere uygun politikalar uygulamaktadır.

Geleneksel para politikası teorisinde, merkez bankasının para politikası yapım süreci ve uygulamaları tek taraflı ve özel kesimin beklentileri ve davranışları dikkate alınmaksızın, dışsal bir süreç olarak ele alınmaktaydı. Fakat rasyonel beklendişler teorisinin etkileri ile özel kesimdeki bireylerin rasyonel olması durumunda, politika yapım sürecini, özel kesimdeki bireyler ile politika yapıcılar arasında stratejik bir oyuna dönüştürmektedir. Yani para politikasının sonuçları sadece merkez bankasının seçimlerine bağlı değildir aksine tüm ekonomik karar birimlerin davranışlarının ortak sonucudur. Ayrıca ekonomik birimler rasyonel beklentilere sahip ise, para politikasındaki değişiklikleri algılayarak merkez bankalarının para politikası amaçlarına ulaşmasını kolaylaştıracaklardır. Ancak iktisadi birimlerin para otoritesine güvenmemeleri durumunda, uyarlamalı beklentiler ile fiyatlandırma sürecine devam etmektedirler (Süslü, 2005: 20). Modern para politikası yaklaşımının gelişmesiyle merkez bankaları, ekonomik faaliyetlerin gerçekleştiği ortamda tıpkı diğer ekonomik birimler gibi bir oyuncu olarak ele alınmakta, özel kesim gibi kendi amaç fonksiyonunu fazlaştıracak ya da kayıp fonksiyonunu minimize edecek politikaları seçmekte ve diğer ekonomik birimlerin beklenti ve davranışlarını dikkate alarak, para politikası sürecini içselleştirmektedir. Modern para politikasının amacı fiyatlarda istikrar sağlayarak uyarlamalı beklentileri kırmak ve iktisadi birimlerin beklentileri ile merkez bankalarının fiyat beklentilerini uyumlu hale getirmektir. Para otoritesi ekonomik birimlerin beklendişlerini etkileyerek enflasyonu düşürmeyi amaçlamaktadır. Merkez bankaları bu politikaları için temel unsur kredibilite yani güvenilirliktir. Bunu sağlamak için merkez bankalar farklı çaplar kullanmaktadır. Bu çapalar topluma verilmiş sözler olarak bakılabilir.

Para politikasının güvenilir olması, özel kesimin politikanın bugünkü durumu ve gelecekteki yönü hakkındaki yargılarının, politika otoritesinin (merkez bankası) başlangıçta ilan ettiği program ile tutarlılık gösterip göstermediğine bağlıdır (Telatar ve Erdoğan, 1997: 16). Merkez bankaları güvenilirliğini artırmak, enflasyonu düşürmek ve beklentileri olumlu yönde etkilemek için belirli kurallara ihtiyaç

duymuştur. Bu kurallara çapa denilmektedir. Merkez bankaları farklı çapalar kullanarak iktisadi birimlerin beklentilerini etkilemekte ve para politikasındaki belirsizlik sorununu çözmeye çalışmaktadır. Bu çapalar faiz oranları, döviz kurları, cari milli gelir, parasal büyüklükler ve enflasyonun doğrudan hedeflenmesini içeren enflasyon hedeflemesinden oluşmaktadır. Bu çapalar, merkez bankasının politikaları hakkında kamuoyuna açık ve güvenilir bilgi vermesi nedeniyle önemli olmaktadır. Etkin bir para politikasında merkez bankası ile iktisadi birimlerin aynı bilgiye sahip olması gerekir. Merkez bankasının başarılı bir para politikası uygulaması dört problemin çözüm derecesine bağlıdır. Bu açıdan ideal bir çapa aşağıdaki özellikleri taşımaktadır (Baydur ve Süslü, 2002: 38).

- Parasal politika ile enflasyon arasındaki gecikmenin minimize edilmesi
- Öngörü problemi
- Ölçüm problemi
- Politik müdahale

Merkez bankaları iktisadi birimlere güven verebilmek ve para politikası araçlarının zaman tutarsızlığı sorunun üstesinden gelmeleri gerekmektedir. Zaman tutarsızlığının sebebi para otoritesinin ilan ettiği politikayı uygulayamamasıdır. Zaman tutarsızlığı t döneminde t+1 dönemi için ortaya konan politikaların t+1 dönemi içinde değişmesidir (Blanchard ve Fisher, 1989: 567). Zaman tutarsızlık analizine göre başlangıçta açıklanan en iyi politika (optimal) daha sonraki zamanlarda en iyi politika olmamaktadır. Bu optimal politikadaki zaman tutarsızlık problemi güvenilirlik problemini de ortaya çıkarmaktadır. Zaman tutarsızlık sorunu, özel kesimin rasyonel beklentilere sahip olması ve politika otoritesinin optimal politikalara bağlı kalamamasından kaynaklanmaktadır (Lohmann, 1992: 273-279). Zaman tutarsızlığı problemi bir politika kuralının kullanımını gerekli kılmaktadır. Çapa veya enflasyon hedeflemesi politikaları ile iktisadi birimlerin beklentileri etkilenebildiği ölçüde para politikasındaki belirsizlik ve zaman tutarsızlığı sorunu ortadan kalkabilir. Bu kurallar ile merkez bankaları kamuoyu karşısında şeffaf ve hesap verebilir bir durumda olmaktadır. Çağdaş para politikası görüldüğü gibi merkez bankası ile iktisadi birimler arasındaki karşılıklı stratejiye dayanmaktadır. Güvenilirlik, etkin bir para politikası stratejisi için önemli

bir özelliktir. Çünkü merkez bankası enflasyonu düşürmesi sadece belirli politikalar izlemesine değil aynı zamanda programın güvenilirliğine de bağlıdır. Blinder (1999), ‘bireylerin, merkez bankasının vaad ettiklerini yerine getirmesi halinde, onun inandırıcı olduğuna karar vermeleri söz konusu olabilir’ diyerek güvenilirliği bu şekilde ifade etmiştir. Güvenilirliğin süreklilik kazanması merkez bankasının uyguladığı iletişim politikasında ve açıklamalarında topluma karşı dürüst ve tutarlı olması ile sağlanır. İktisadi birimlerin para otoritesine güvenmeleri para otoritesinin bu birimlerin beklentilerini etkileyebilme gücüne bağlıdır. Para otoritesi bu güveni nihai hedeflerini açıkladığı ve bu hedeflerini gerçekleştirebildiği ölçüde kazanır. Dolayısıyla, modern para politikası taahhütlere dayanmaktadır. Para otoritesi ile iktisadi birimler arasındaki uyum hem fiyat istikrarının hem de çıktı artış hızı istikrarının yakalanmasını kolaylaştırmaktadır (Baydur, Süslü ve Bekmez, 2004: 42). Eğer merkez bankaları güvenilirliği sağlayamazlarsa iktisadi birimlerin beklentileri enflasyonu düşürmek yerine tersine enflasyonu artıracaktır. Kısacası iktisadi birimlerin enflasyon beklentisi ile merkez bankasının\para otoritesinin fiili enflasyonu arasındaki fark ne kadar az ise güvenilirlik o kadar fazla olacaktır. Merkez bankası güvenilirlik ve esnekliğe bağlı olarak iki politika uygulamasına sahiptir: ihtiyari politika, taahhüt politikasıdır.

4.1. İhtiyari Politikalar

Para politikasının amacı olarak hem Keynesyenler hem de Klasikler için toplum refahını sağlamak, para politikasının uzun dönemde reel değişkenleri etkilemediği ve bu politikanın fiyat istikrarını sağlamak için kullanılması gerektiği kabul edilmektedir. Fakat para politikasının belirlenmiş kurallara göre mi ya da para otoritesine verilen yetkilerle mi yürütüleceği farklılık göstermektedir. Klasik düşünceye yakın olanlar para politikasının kurallara göre yürütülmesini, Keynesyen düşünceye sahip olanlar ise duruma göre politika belirlenmesi gerektiğini savunmaktadırlar (Toptaş, 2005: 12). Keynesyen ekonomi, yani ihtiyari politika, enflasyon oranının tam istihdam düzeyini aşması durumunda, üretimi teşvik edici genişletici para politikasının uygulanarak enflasyonun ve işsizliğin düşürülmesini savunmaktadırlar (Onur, 2008: 125).

İhtiyari politikada para otoritesi kendisini yükümlülük altına almadan farklı politikalar izler. İhtiyari politikalarda, para otoritesi iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerini dikkate alarak enflasyon düzeyini belirler (Romer, 1996: 400-403). Bu politikalar günlük yürütülen politikalar şeklinde olup esnek bir yapıya sahiptir. Kısaca ifade edilirse ihtiyari politika merkez bankasının ekonomik durumun gidişatına göre uygun para politikası araçlarını kullanmasıdır. Örneğin, yasalar merkez bankasına ekonomik büyümeyi sağlama görevi ve bu amaca ulaşmada kullanabilecekleri araçları belirleme yetkisi veriyorsa, merkez bankası duruma göre yani ihtiyari politikalar yürütebileceklerdir (Dwyer, 1993: 4). Merkez bankası, enflasyonun düşük olduğu ve ekonomik durgunluğun yaşandığı bir durumda ekonomiyi canlandırmak için para arzını arttırmakta özgürdür.

İhtiyari (aktivist) politikayı savunanlar her farklı duruma göre farklı para politikalarının uygulanması gerektiğini ileri sürerek ve daha güvenilir olduğunu düşünmektedirler. Güvenilirliğin sebebi olarak; ihtiyari politikanın izlenmesi durumunda ekonomide meydana gelen arz ve talep şoklarının çıktıda yaratacağı dalgalanmaların şiddetini azalttığını göstermektedirler. Fakat ihtiyari politikanın rassal olarak yürütülmesi iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerini daha da artırarak olumsuz yönde etkilemektedir. Yani ihtiyari politikaların duruma göre farklı şekillerde uygulanması ile belirsizlik ortaya çıkmakta ve bu belirsizlik iktisadi birimlerin enflasyonist beklentilerini arttırmaktadır. İhtiyari politikaya yapılan eleştiriler, bu politika uygulanmasının keyfiliğe yol açacağı ve siyasilerin para politikasına müdahalesi ile iktisadi ortamın daha da olumsuz etkileneceği yönündedir. Yani merkez bankası sürpriz parasal genişlemelere gidebilir bu durum enflasyona sebep olur (Bernanke, Mishkin, 1997: 18).

Kydland-Prescott (1977) ile Baro-Gordon (1983) yapmış oldukları çalışmalarda, politika uygulayıcılarının, İhtiyari politikanın sebep olduğu enflasyonist eğilimleri önleyebilmek için kural dayalı para politikasının uygulanması gerektiğini ileri sürmektedirler. Çünkü kurala dayalı para politikasında, merkez bankası sürpriz bir enflasyona sebep olamayacak ve zaman tutarsızlığı sorunu

yaşanmayacaktır. Politika uygulamasında zaman tutarsızlığı sorunu ihtiyariliğe karşı kural lehine bir durum yaratmaktadır (Mankiw, 2009: 466).

4.2. Kural Politikası

Para otoritesinin izleyeceği diğer bir politikada kurala dayalı para politikasıdır. Monetaristlerin etkisiyle para politikasının amacı olarak yerleşen fiyat istikrarının sağlanması ile ihtiyari politikaların yerine güvenilir bir para politikası olarak kurala dayalı politikalar tercih edilmiştir. Kydland ve Prescott (1977), Borro ve Gordon (1983) gibi önemli iktisatçıların yaptığı çalışmalar politika uygulayıcıları ihtiyari politikalara karşı kurala dayalı politikaları izlenmesi gerektiğini göstermektedir. Bu çalışmalar merkez bankasının bağımsızlığının teorik temellerini de ortaya koymaktadır. Kurala dayalı politika tercihi, merkez bankasının bağımsızlığı, şeffaflığı ve hesap verebilirlik ve maliye politikasının disipline edilmesi gibi bileşenlerden oluşmaktadır (Çolakoğlu, 2003: 4).

Kural politikalarda, politik otorite enflasyonu belirlemek için kendisini önceden bir taahhüt altına sokmakta ve bu politikanın belli bir süre için uygulanması para otoritesi açısından bir zorunluluktur. Taahhüt bağlayıcılık taşıyan bir sözleşmedir. Kurala göre politika, merkez bankasının somut görevlerle yükümlü olmasını gerektirmektedir (Çolakoğlu, 2003: 6). Ayrıca politika kuralları, para politikasını yürütenlerin kendi yargılarına göre hareket etmelerini engellemektedir. Para politikasının etkinliğini arttıran güvenilirlik, kurala dayalı politikalar ile sağlanabilmektedir. Çünkü iktisadi birimler para otoritesinin hedeflediği enflasyon düzeyine ulaşmak için izleyeceği politikayı bilirler buda bir güven ortamı yaratır. Böyle bir güven ortamında para politikasının temel amacı olan fiyat istikrarı daha az maliyetli bir şekilde sağlanabilir.

Kurala dayalı politikayı savunanların temel gerekçeleri aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir: (Taylor, 1998: 7)

-İhtiyari politikanın istikrarsızlık yaratma potansiyelleri çok yüksektir. Bu yüzden bugün ki ve gelecekteki para politikalarının kurala göre belirlenmesi gerekmektedir.

-İhtiyari politikalarda uygulanan stratejilerde sürekli değişiklik yapmak zaman tutarsızlığına neden olur.

- İhtiyari politikalar uygulandığında iktisadi birimler uygulanan politikanın ne olacağını bilemeyecekleri için beklentilerini oluşturamayacaklardır.

-Para politikası kuralı gelecekteki politika uygulamalarını daha açık bir şekilde tanımlayarak belirsizliği azaltır. Belirsizliğin ve politika sürprizlerinin azalması politika uygulamalarının topluma yansıtacak olan maliyetini azaltabilir (Huang vd., 2001: 7).

-İhtiyari politikalar uygulandığında politikanın kümülatif etkisi değil sadece uygulandığı dönem üzerindeki etkisi göz önünde bulundurulur.

-Merkez bankasının inandırıcılığını kaybetmesi merkez bankası tarafından uygulanan politikaların istikrarsızlığa yol açacağı şeklinde düşünceye sebep olur.

-Kurala göre politikalar ihtiyari politikalara göre daha az baskıya tabidir. Çünkü ihtiyari politikalara uygulanırsa politikacılar, para politikası kararlarına müdahale edebilirler.

-Kurala dayalı politikaların uygulanması durumunda politikayı uygulamakla sorumlu olanlardan hesap sorulması daha fazladır.

Kurala dayalı politikalara yapılan eleştiriler ise bu politikanın öncelikli hedefinin enflasyon olması ve büyümeyi dikkate almadığı yönündedir. Böyle bir durumda reel ekonomide istikrarsızlıkların yaşanacağı ileri sürülmüştür. Kurala dayalı politika uygulamasında, önceden belirlenmiş hedefler konulduğundan değişen durumlara karşı esnek olmaması ihtiyari politikayı savunanlar tarafından görülen bir diğer eksikliktir. Ancak bu eksiklikler esnek kural dizaynı ile aşılabilmektedir. Örneğin olası kriz ve şoklar karşısında da yapılacak politikalar hakkındaki bir ön taahhüt de esnek bir kural olarak yorumlanabilir (Lohmann, 1992: 273-286).

4.3. Bağımsızlık

Merkez bankaları temelde fiyatları veya fiyat istikrarını hedefler. Temelde merkez bankası fiyatları kendisi belirleyemez. Piyasadaki aktörler fiyatları kendi beklentilerine göre belirler. Dolayısıyla merkez bankası para politikası araçlarını kullanarak bu beklentileri etkileyebildiği ölçüde fiyat istikrarı hedefine ulaşır.

Bu açıdan beklentilerin etkilenmesi ve para politikası araçlarının beklentileri üzerinde etkili olabilmesi için merkez bankasının operasyonel ve yasal ve çevre unsurları açısından bağımsız olması hayati öneme sahiptir (Clarida vd.,1990:19-20).

Fiyat istikrarının merkez bankasının nihai amacı olması ve toplum için öneminin artması merkez bankası bağımsızlığının gerekliliğini artırmıştır. Fiyat istikrarı uzun vadeli, istikrarlı ve kararlı politika uygulamaları ile sağlanır. Fakat siyasi otoriteler daha çok kısa vadeli bakış açısına sahip baskı gruplarının etkisinde kalabilmektedirler. Merkez bankalarının fiyat istikrarı, tam istihdam, sürdürülebilir büyümeye ulaşabilmesi için siyasi otoriteden bağımsız olması gerekmektedir. Bağımsızlık ekonomik ve politik ortamda belli bir kurumsal çerçevede karar alma yetkisinin merkez bankasına verilmesidir (Grillı vd., 1991: 343).

Modern para politikasında para politikasının etkinliği açısından güvenilirlik önemli bir özelliktir. Etkin bir para politikasının yürütülebilmesi için ilk önce güvenilir bir merkez bankasına ihtiyaç vardır. Merkez bankasının bağımsız olması, güvenilirliğin kazanılması ve kazanılan bu güvenilirliğin devamlılığının sağlanmasında, bankanın sözünde durmasını sağlayacak düzenlemelerin tamamlayıcısı olma niteliği taşımaktadır (Chang, 1998: 1-14). Yani bağımsız bir merkez bankası iktisadi birimler tarafından daha güvenilir görülür.

Merkez bankalarının bağımsızlığı, görevlerini yerine getirme aşamasında ve bu görevleri yerine getirebilmek için yetkilerini kullanırken siyasi otoritenin etkisi altında kalmadan karar alabilme ve aldıkları bu kararları uygulayabilme anlamına gelmektedir. Merkez bankası bağımsızlığını sağlamanın temel amacı para basma olgusunun siyasi bir tercih olmaktan çıkarıp, ekonomik konjonktürün, ekonomik

istikrar hedefi gözetilerek yönlendirilmesine imkân veren teknik bir zorunluluk haline getirmektir (Günsoy, 2000-2001: 1). Merkez bankasının bağımsız olması, bankanın hükümetten tamamen kopması yani merkez bankasının siyasi otorite ile fikir alışverişinin olmayacağı anlamına gelmemektedir. Tersine ekonomik programı tamamlayıcı nitelikte politikalar izlemelidir (Cukierman, 1994:205-212).

Merkez bankası bağımsızlığı literatürüne göre, bağımsızlık; fiyat istikrarı yönünde inanılabilirlik sağlayarak enflasyonu düşürmeye yardımcı olabilecek kurumsal bir özelliktir. Siyasi iktidarların etkisinde olmayan bağımsız merkez bankalarının ulusal paranın değerinin korunmasında ve fiyat istikrarının sağlanmasında etkili olduğundan, merkez bankası bağımsızlığı ile fiyat istikrarı arasında doğru yönlü bir ilişki vardır. Merkez bankasının bağımsızlığının gerçekleşmemesi durumunda, kamu açıkları para basımı ile kapatılmaya çalışılmakta bu durum da yüksek enflasyona sebep olmaktadır (Afşar, 2006: 1-3). Merkez bankasının bağımsızlığı ile enflasyon arasında ters yönlü bir ilişkinin olduğunu yapılan ampirik çalışmalar göstermektedir (Berument ve Neyaptı, 1999: 12).

Merkez bankası bağımsızlığının sağlanmasıyla banka tarafından uygulanacak para politikaları önceden kamuoyuna açıklanacak böylece hem hükümetin saptanan hedeflerin dışına çıkması engellenecek hem de ekonomide şeffaflık oluşacaktır. Merkez bankaları bağımsız oldukları ölçüde daha şeffaf olmaktadırlar. Bağımsız merkez bankaları topluma daha fazla bilgi vermekte ve etkin bir iletişim politikaları uygulamaktadır.

Çeşitli ülkelerdeki merkez bankası kanunlarının içerik, detay ve nitelik açısından farklılık göstermesinin yanı sıra, merkez bankası fonksiyonlarının zaman içerisinde çeşitlenmesi ve her ülkenin kendine özgü ekonomik koşullarının varlığı merkez bankası bağımsızlığına ilişkin genel bir “bağımsızlık endeksi” oluşumunu zorlaştırmaktadır. Fakat merkez bankası bağımsızlığın ölçümünde yararlanılan temel kriterler aşağıda sıralanmaktadır (Günsoy, 2000-2001: 1-2):

- Yasal bağımsızlık
- Başkanların değişme sıklığı

- Başkanların kişisel özellikleri
- Merkez bankasının amaçları
- Merkez bankası faaliyetlerine toplumsal destek
- İçinde bulunulan ekonomik ortam.

Merkez bankası bağımsızlığını açıklamaya yönelik yaklaşımları üç ana başlık altında toplayabiliriz. Birincisi yasal ve fiili bağımsızlık, ikincisi araç ve amaç bağımsızlığı, üçüncüsü politik ve ekonomik bağımsızlıktır.

4.3.1 Yasal ve Fiili Bağımsızlık

Merkez bankasının yönetim ve yürütme ile ilgili organların siyasi otoriteden bağımsız olarak serbestçe karar verebilmesini sağlamak amacıyla hazırlanan yasal düzenleme ilgili merkez bankasına yasal bağımsızlık kazandırır (Oktar, 1996: 84). Yasal bağımsızlık, kanun yapıcının ve siyasi otoritenin merkez bankasına ne derecede bağımsızlık verdiği göstergesidir. Merkez bankası başkanının atanması, görevden alınması, başkanın görev süresi, bankanın amaçları, kamu kesiminin merkez bankasından borçlanma koşullarına ilişkin mevzuat gibi hususlar bağımsızlığın çerçevesini oluşturmaktadır (gül ve gürbüz:10). Merkez bankasının söz konusu hususlara ilişkin olara hükümetten ya da diğer kamu kurumlarından gelebilecek olası müdahalelerden etkilenmediği sürece yasal bağımsızlık sağlanmış olur. Bu yasal düzenlemelerin uygulamada hayata geçirilmesi fiili bağımsızlıktır. Fiili bağımsızlık merkez bankasına verilen yasal bağımsızlığın ne oranda kullanıldığıdır (Eser, 1994: 60).

Fiili bağımsızlık, ekonomide yerleşik yapısal özellikler, kurumsallaşma düzeyi, başkan ve yöneticilerin bireysel yetenekleri, ekonomik ve siyasi konjonktüre tepkileri gibi faktörlerin etkisiyle merkez bankasının yasal anlamda bağlanmış görev ve yetkilerinin uygulamadaki görünümünü ifade etmektedir (Demirhan, 2007: 27). Fiili bağımsızlık yasal bağımsızlığı da kapsar. Yasal bağımsızlık ne denli uygulanabiliyorsa o denli fiili bağımsızlık mevcuttur. Yasal bağımsızlık ile fiili bağımsızlık arasındaki farklılıklar gelişmekte olan ülkelerde bağımsızlık kriterlerinin farklı olmasına neden olmaktadır. Kanunlar ve merkez bankaları arasındaki yetki

sınırlarının tam belirlenmemesi uygulama ile kanun metni arasındaki sapmalar fiili bağımsızlığı azaltmaktadır (Cukierman, 1994: 1438). Cukierman vd'nin yaptıkları bir çalışmada gelişmekte olan ülkelerde fiili ve yasal bağımsızlık arasında önemli farklılıklar ortaya çıkmıştır. Örneğin TCMB yasal bağımsızlık sıralamasında 72 ülke içerisinde ilk 10 arasında yer alabilmişken; merkez bankası başkanının değişim sıklığına göre fiili bağımsızlık endeksine göre 60. sırada yer almıştır (Cukierman vd., 1992: 362-364).

4.3.2. Araç ve Amaç Bağımsızlığı

Amaç bağımsızlığı, merkez bankasının para politikası amacını kendisinin seçebilmesidir. Seçilen bu amaca yönelik uygulayacağı araçların banka tarafından seçilebilmesi araç bağımsızlığıdır. Araç bağımsızlığı, para politikası araçlarının merkez bankası tarafından serbestçe seçilmesi ile siyasilerin bankaya yönelik müdahalelerini azaltmaktadır. Bu durum bankayı daha bağımsız hale getirir (Hacıyev, 2003: 21). Araç bağımsızlığının sağlanabilmesi için kamu sektörünün merkez bankası kaynaklarından faydalanması olabildiğince azaltılmalı hatta sıfır düzeyine indirilmelidir. Ayrıca merkez bankasının amaç bağımsızlığındansa araç bağımsızlığına sahip olması yeterli görülmektedir. Merkez bankasının kendi politika araçlarını belirleyebilmesi önem taşımaktadır (Friedman, 2000: 20). Araç bağımsızlığının tamamen sağlanması enflasyon hedeflemesinin başarıya ulaşabilmesi yeterli bir bağımsızlıktır. Diğer bir ifade ile merkez bankasının düşük enflasyon amacını en başarılı şekilde gerçekleştireceğine inandığı para politikası aracını ayarlama serbest olması hedefe ulaşma imkânını artırmaktadır.

Araç bağımsızlığı ile birlikte finansal bağımsızlık da sağlanmalıdır. Merkez bankasının finansal bağımsızlığı, bankanın kamu açıklarını finanse etmek amacıyla kredi verme zorunluluğunda olmamasıdır. Merkez bankasının finansal bağımsızlığı araç bağımsızlığını tamamlar ve güçlendirir. Merkez bankasının finansal bağımsızlığa sahip olması, kamuya kredi vererek enflasyona sebep olmayacağı anlamına gelir.

Araç bağımsızlığına sahip bir merkez bankasının politika uygulamalarından dolayı sorumlu olması, hesap verebilirliğin en önemli kriteridir. Çünkü araç bağımsızlığına sahip bir merkez bankasının uyguladığı para politikası sıradan bir bireyi bile derinden etkiler. Dolayısıyla merkez bankası, hem faaliyetlerini hem de ulaşmak istediği hedeflerini kamuoyuna izah etmesi gerekmektedir (Blinder, 1998: 68).

4.3.3 Politik ve Ekonomik Bağımsızlık

Politik bağımsızlık, merkez bankasının para politikası hedeflerini belirleme yetkisine sahip olmasıdır. Merkez bankasının politik bağımsızlığının gerçekleşebilmesi için politika hedeflerini hükümetin etkisi altında kalmadan belirleyebilmesi gerekir. Ekonomik bağımsızlık, merkez bankasının hedeflerine ulaşmak amacıyla para politikasını planlama ve yönlendirme konusunda tam yetkili olmasıdır (Oktar, 1996: 87).

Grilli, Masciando ve Tabelli'nin ortak çalışmasında politik ve ekonomik bağımsızlığın ölçütlerini ortaya koymuşlardır. Politik bağımsızlığın; merkez bankasının başkanın atanması, biçimi ve görev süresi, bankanın hükümet ile olan ilişkisi ve para politikası ile ilgili kurumsal düzenlemeler üç ana kriterleridir. Ekonomik bağımsızlık ölçütleri ise banka ile kamu kaynak (bütçe açıklarının finansmanı) ilişkisi ile parasal araçlardır (Grilli vd., 1994: 205).

Tablo 1: Ekonomik Bağımsızlığın Göstergeleri

Temel Gruplar	Kriterler
Bütçe Açıklarının Parasal Finansmanı	(1) Otomatik olmayan direk kredi kolaylığı sağlanır. (2) Piyasa faiz oranı üzerinden verilen doğrudan kredi olanağı sağlanır. (3) Geçici olarak verilen doğrudan kredi kolaylığı sağlanır. (4) Sınırlı miktarda verilen doğrudan kredi kolaylığı sağlanır. (5) Merkez bankası, kamu kurumlarının senetlerini almak için birincil piyasaya girmez.
Parasal Araçlar	(6) İskonto oranı, merkez bankası tarafından belirlenir. (7) Bankanın finansal yönteminden merkez bankası sorumlu değildir yada banka yönetiminden merkez bankası tek başına sorumlu değildir.

Kaynak: Zeynep Makinist; “Merkez Bankasının Bağımsızlığı Çerçevesinde, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ile Avrupa Merkez Bankası'nın Karşılaştırılması”, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 2005, s.26

Tabloda 1’de görüldüğü gibi kamu kaynaklarının MB (merkez bankası) ile ilişkisi beş kriter ile sorgulanmaktadır. İlk dört kriter doğrudan kredi olanağının sağlama şekli ile ilgilidir. Oluşan bütçe açıkları karşısında merkez bankası hazineye otomatik kredi sağlamıyorsa, verilen krediler piyasa faizlerinin üzerinde ise ve krediler geçici ve sınırlı miktarda ise ekonomik bağımsızlık artıyor demektir. Bütçe finansmanı ile ilgili diğer son kriter, merkez bankasının hazine’nin borçlanmak için çıkardığı senetleri birincil piyasadan almaması ile bağımsızlık endeksi daha da yükselecektir (Ünal, 2008: 15).

Parasal araçlar ile ilgili bölümdeki iskonto oranının belirlenmesi merkez bankasına ait olursa ve bankacılık sektörünün denetlenmesi sadece merkez bankasına bırakılmışsa, ekonomik bağımsızlığın daha yüksek çıkmasını sağlayacaktır (Oktar, 1996: 126-140).

4.3.4. Merkez Bankası Bağımsızlığının Sonuçları

Merkez bankası bağımsızlığını gerçekleştirmiş olan ülke ekonomilerinde merkez bankası bağımsızlığı önemli sonuçlar meydana getirmiştir. Merkez

bankasının bağımsızlık kazanması, iktisadi birimlerin bu kurumuma olan güven artmıştır. Çünkü bağımsız bir merkez bankası para politikasını istikrarlı olarak uygulayabilmektedir. Güvenilirliğin sağlanmasıyla bağımsız merkez bankaları fiyat istikrarına ulaşmada daha başarılı olmuşlardır. Güvenilir bir merkez bankası enflasyonu düşürmenin maliyetini azaltabilir. Enflasyon beklentilerin hızlı bir şekilde azalması, enflasyonunda hızlı bir şekilde düşmesine neden olacak ve dolayısıyla enflasyonu düşürmenin maliyeti daha az olacaktır (Meyer, 2000:8-12). Bağımsız ve güvenilir bir merkez bankası, öngörülebilir davranışlar sergileyerek reel faizlerden kaynaklanan risk primini azaltabilir (Alesina ve Summers, 1993: 152).

Bağımsız bir merkez bankası ile paranın değerini koruyabileceği yönünde önemli gelişme sağlanmıştır. Merkez bankasının para politikasını uygulamada tam yetkili olduğunun bilinmesi piyasaları olumlu etkileyecektir. MBB siyasi otorite baskısından uzak olması ve bağımsız kişilerden oluşması para politikasının uzun vadeli olmasını sağlayacaktır. Çünkü siyasi otoriteler çıkarlar doğrultusunda kısa vadeli refahı tercih etmişlerdir ve merkez bankasının bağımsız olması bu durumu uzun vadeli refaha odaklanarak önlemişlerdir (Fraser, 1994: 2). Aynı zamanda siyasi otorite baskısından uzak olan bağımsız merkez bankası hem ekonomik istikrar ve büyümeyi sağlayıp hem de reel faiz oranlarındaki riskleri azaltabilir.

Bağımsız bir merkez bankasının güvenilirliği sağlaması beraberinde merkez bankasının uyguladığı iletişim politikasını ve şeffaflığı getirmiştir. Merkez bankasının politik baskı olmadan iletişim şeklini, araçlarını seçebilmesi ve toplumun her kesimini uyarabilmesi bağımsızlığın bir göstergesidir. Diğer bir ifade ile merkez bankası bağımsızlığı, şeffaflığı sağlamakta ve kamuoyu ile daha fazla daha açık anlaşılır bilgi paylaşmakta bunun içinde etkin iletişim araçlarını kullanmaktadır.

Bağımsız merkez bankaları şeffaflık ilkesi gereği kamuoyuna açık ve anlaşılır bilgi vermeleri, merkez bankalarını kamuoyu karşında sorumlu olmasını sağlamıştır. Bağımsız merkez bankalarının politika uygulamalarını şeffaf hale getirilmesinin temel amacı, bankanın hesap verebilirliğini sağlamaktır (Erdoğan, 2004: 1). Bağımsız merkez bankası hesap verebilirlik unsuru açısından uyguladığı politikalar

ve sonuçlarına ilişkin toplumun her kesimine karşı sorumludur. Merkez bankalarının bağımsızlık kazanmaları sonucunda hesap verebilirlik, şeffaflık ve iletişim politikalarının etkin kullanımı gündeme gelmiş ve bu unsurlara verilen önem artmıştır.

5. Çağdaş Para Politikasının Temelleri

Stagflasyon ortaya çıkıncaya kadar merkez bankaları uyguladıkları para politikalarını gizlilik içinde yürütmekte ve uyguladıkları politikayı piyasaya ve kamuoyuna bilgilendirmemekle birlikte bu şekilde olması gerektiğini inanıyorlardı (Blinder vd., 2008: 5-8). Fakat yüksek ve kronik enflasyon gerek gelişmekte gerekse gelişmiş olan ülkelerin en önemli sorunlarından biridir. Enflasyon düzeyinin yüksek olması ekonomide belirsizlik yaratmaktadır. Belirsiz bir ortamda iktisadi birimlerin gelecekle ilgili doğru kararlar alamamakta, belirsiz ortamda şekillenen beklentilerin doğru olma ihtimali düşük olmakta ve para politikası etkin olmamaktadır (Kansu, 2007: 1). Bu şekilde ortaya çıkan olumsuzluklar nedeniyle merkez bankaları son on beş yılda şeffaflık politikalarına artan oranda önem vermeye başlamıştır. Merkez bankaları hedefleri, politika araçları, karar alma süreçleri ve politika kararları ile ilgili olarak son on yılda daha fazla şeffaflığa doğru önemli bir değişim gerçekleşmiştir (Amato vd., 2002: 498).

Merkez bankasının şeffaflığı, parasal otoritenin kamuoyuna, para politikası hedefleri, tercihlerine ilişkin öncelikleri, ekonominin yapısı ve işleyişine ilişkin yorumları, ekonomik veriler konusundaki bilgisi, geleceğe ilişkin beklentileri, tercih ettiği politika yapma stratejisi ve karar alma süreci hususunda sürekli bilgi akışı sağlaması, şeklinde tanımlanabilir (Neumann, 2001: 30-35).

Para politikasının temeli kısa ve uzun vadeli beklentiler arasındaki ilişkiye bağlıdır. Daha şeffaf olan merkez bankası izleyeceği politikalar hakkında daha çok bilgi sağlayarak bu beklentileri düzenler (Blinder vd., 2008: 5). Woodford (2001) göre para politikasının başarısı bu beklentileri yönetip yönetemediğine bağlıdır. Şeffaflık merkez bankalarının; nihai hedefleri, uyguladıkları politikalar, gelecekte

uygulayacakları politikalar ve ekonominin görünümüne ilişkin bilgileri ve görüşleri, iletişim yollarını kullanarak toplumla paylaşımları çerçevesinde şekillenmektedir. (Serdengeçti, 2005: 12). Robbins (2006), merkez bankası iletişiminin nasıl olmasını açıklayarak daha fazla açıklığın yani şeffaflığın para politikasının etkinliğini artırdığını iddia etmektedir.

Hahn (2002) üç çeşit şeffaflık tanımlamıştır: amacın şeffaf olması, bilginin şeffaf olması, operasyonel şeffaflık. Merkez bankasının enflasyon, üretim gibi amaçlardan hangisine öncelik vereceği amaç şeffaflığı, merkez bankasının gelecekteki enflasyonu nasıl tahmin ettiğine dair ekonomik verileri ve modelleri kamuoyuyla paylaşması bilgi şeffaflığıdır. Merkez bankasının kısa vadeli faiz oranları ve benzeri temel politika araçlarına ilişkin kararların açıklanmasını veya döviz piyasasına yapılan müdahalelerin duyurulması operasyonel şeffaflıktır (Hahn, 2002: 430). Belirli bir enflasyon hedefinin ilanı amaç şeffaflığı, merkez bankası tarafından yayınlanan enflasyon raporları bilgi şeffaflığına örnek verilebilir.

Merkez bankasının şeffaf olması kamuoyuna daha fazla bilgi sağlanmasının yanında, bu bilginin açık ve anlaşılır olmasıdır. Winkler (2002)'e göre şeffaflık, kamuoyuna sadece daha fazla bilgi sağlamaktan ziyade, daha fazla duyuru yapmaktan ibaret değildir. Önemli olan, merkez bankasının amaçlarının ve uygulamalarının kamuoyu tarafından anlaşılmasıdır. Siyasi ve idari açıdan şeffaflık kamuoyunu izlenen politikalar, koyulan kurallar hakkında bilgilendirecek, yönetimlerin bu politikalara uygun davranmaları için otomatik bir gözetim mekanizması sağlayacaktır. Böylece şeffaflık idarelerin hesap verebilirliği sağlanmış ve yolsuzluklar azaltılmıştır.

Şeffaflık merkez bankası politikalarının daha iyi anlaşılmasını sağlar. Şeffaflık merkez bankası ile özel sektör arasındaki bilgi asimetrisinin, yani ekonominin içinde bulunduğu durum ve para politikası kararları hakkındaki bilgi farklarını azaltır (Toptaş, 2005: 20). Para politikası yapımcıları ile özel sektör arasındaki bilgi asimetrisini azaltan her duyuru, para politikasının şeffaflığını geliştirir. Para politikasının şeffaflığın sağlanmasıyla bankaya olan güven artacak,

özel sektörün enflasyon beklentileri merkez bankasının faaliyetlerine karşı daha duyarlı hale gelecektir.

Şeffaflık piyasadaki belirsizlikleri ortadan kaldırarak, iktisadi birimlerin gelecekle ilgili doğru kararlar almalarını sağlamaktadır. Blinder (2001)'e göre beklenti mekanizması en iyi biçimde merkez bankasının şeffaf olduğu ortamlarda çalışmaktadır. Halkın bilgilendirilmesi, onların geleceğe yönelik enflasyon beklentilerini merkez bankasının hedefleri doğrultusunda oluşturmasına yardımcı olmaktadır. Enflasyonla mücadelede enflasyonist beklentilerin yönlendirilmesi piyasalar için önemlidir. Şeffaflık ilkesi doğrultusunda açıklanan bilginin net anlaşılır olması önem arz etmektedir. Çünkü anlaşılır olmayan bilgi farklı anlamlara ve yorumlamalara sebep olacaktır. Bilginin net ve anlaşılır olması piyasa oyuncuları tarafında doğru algılanmasını sağlar ve piyasa oyuncularının merkez bankası tarafından sunulan raporların doğru algılanması merkez bankasının enflasyonist beklentileri yönlendirmesini kolaylaştırmaktadır (Kansu, 2007: 3).

Özel sektör para politikası uygulamalarının, resmi para politikası hedefleri ile tutarlı olup olmadığı kontrol edebilmektedir. Böylece şeffaflık özel sektörün para politikasına olan kredibilitesini artırmaktadır. Şeffaflık ile uzun dönem özel sektör beklentilerini daha istikrarlı hale getirmekte ve kredibilitiyi de artırmaktadır. Şeffaflık uzun dönem enflasyon beklentilerin çapalanmasına yardım eder (Akay, 2007: 2).

Enflasyon hedeflemesi hem enflasyonu düşürmekte hem de fiyat istikrarının devamlılığını sağlamaktadır. Enflasyon hedeflemesi belirsizlikleri azaltmakta, para politikasında şeffaflık sağlaması ve beklentileri yönlendirebildiğinden enflasyonla mücadelede etkin bir role sahiptir. Enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi için, para politikası hedefinin, politika uygulayıcısının kararlarını kamuoyuna açıklaması yani şeffaf olması gerekir (Mishkin, 2001: 3).

5.1. Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik

Merkez bankasının araç, amaç gibi bağımsızlığa sahip olması ve bu bağımsızlık merkez bankalarına çeşitli sorumluluklar yüklemektedir. Merkez bankasının bu sorumluluğunun bir sonucu olarak hesap verebilirlik ortaya çıkmaktadır. Bu sorumluluk ise şeffaflık ilkesi ile sağlanabilmektedir. Johson (1999)'a göre, merkez bankasının sorumluluk alanı açık bir şekilde belirlenmeli ve eylemleri kamu tarafından yanlış algılanmayacak şekilde son derece açık ve anlaşılır olmalıdır. Bu iki durum birbiriyle ilişki olması demek şeffaflık ve hesap verebilirliğin ilişkili olduğunun bir kanıtı olarak gösterilebilir.

Merkez bankasının fiyat istikrarını sağlamak için uyguladığı politika uygulamalarından kamuoyuna ve hükümete karşı sorumlu olması hesap verebilirliğin bir göstergesidir. Para politikası uygulamalarında politikaların etkilerini göstermelerinde yaşanan gecikmelerin, kamuoyunun para politikasının performansını takip edebilmesini ve ölçebilmesini zorlaştırması, merkez bankalarının hesap verebilir bir yapıya sahip olmasını gerektirmektedir (Tutar, 2005: 12). Örneğin enflasyon hedeflemesinde merkez bankası uzun dönemde fiyat istikrarı konusunda bir taahhüt yapar. Bu taahhüt iktisadi birimlerin beklentilerinin şekillenmesinde etkili olmaktadır. Kararları alan veya karar alınmasında söz sahibi olan merkez bankası sahip olduğu sorumluluk gereği hedeflerde bir sapma olduğunda açık mektup yayımlayabilir. Bu yayınladığı mektupta sapmanın nedenlerini, enflasyon hedefine ulaşmaya yönelik alınan önlemleri, bu alınan önlemlerin etkisinin hangi zaman diliminde etkisi göstereceğini açıklaması hesap verebilirliğin bir göstergesidir.

Merkez bankalarının hesap verebilirlik özelliği şeffaflık olmadan sağlanmaz. Yani kamuoyu tarafından merkez bankasından istenilen hesap verebilirlik, merkez bankasının şeffaflığa da sahip olmasını gerektirmektedir. Uygulanan para politikası ile hedeflerin gerçekleşip gerçekleşmediği şeffaflık ile denetlenebilmektedir (Akay, 2007: 2).

Şeffaflık ve hesap verebilirliği genel anlamda faydaları açısından değerlendirebiliriz:

-Şeffaflık ve hesap verebilirlik ile merkez bankası performansının adil bir biçimde değerlendirilmesi sağlanmıştır (Amato vd., 2002: 495).

-Piyasa katılımcılarının para politikasını bir bütün olarak görebilmelerini sağlayacak bilgi miktarı artmış ve bilgiler doğru bir şekilde sağlanmaya çalışılmıştır.

- Şeffaflık ve hesap verebilirliğin sağlanması ile belirsizliğin azalmasına yardımcı olur (Eijffinger vd., 2000: 2).

-Şeffaflık hesap verebilirlik ile kamuoyuna anlaşılır bilginin açıklanması merkez bankası sorumluluğunun artırılması, kişisel tercihlerin toplumsal tercihlerin önüne geçmesini engeller.

-Şeffaflık ve hesap verebilirlik ile merkez bankalarının beklenmedik kararlar olarak enflasyon yaratmaları engellenmiştir.

-Para politikasına olan güvenilirlik sağlanmış ve reel ekonomide alınan kararların ve kaynak dağılımının etkinli sağlanılmıştır (Büyükakın ve Tarı, 2009: 12).

-Şeffaflık ve hesap verebilirlik ile merkez bankasının para politikası uygulamaları daha doğru tahmin edilmekte ve piyasa oynaklığı azalmasına katkıda bulunmaktadır. Yani finansal piyasaları olumlu olarak etkiler (Yetkin, 2005: 34).

5.2. İletişim Teorik Çerçevesi

İletişim modern para politikasının temel bir parçasıdır. Son on yılda merkez bankaları iletişim biçimlerini artırmış ve kamuya açıkladıkları bilgi miktarını da artırmışlardır. Merkez bankasının iletişim politikası, iktisadi birimlerin para politikasının amaçları, para politikasının stratejileri ve gelecek para politikasının görünümü gibi konularda merkez bankası tarafından aktarılan bilgi olarak tanımlanabilir (Blinder vd., 2008: 10). Bu bilginin kamuoyu ile ne zaman ve ne şekilde, hangi araçlarla iletileceği de iletişim politikası açısından önem taşımaktadır.

Blinder (1996)'ya göre para politikasının başarısı ile iletişimi arasında pozitif yönlü ve kuvvetli bir ilişki vardır. Etkin bir iletişim politikası para politikasının amacına ulaşmasında etkin bir role sahiptir. İletişim politikasının temel amacı, para politikasında ortaya çıkacak hata terimlerini azaltmak ve öngörülebilirliğini artırmaktır. Etkin bir iletişim para politikasının etkinliğini artırmakta ve bu etkinlik para politikası öngörülebilir olduğunda ortaya çıkmaktadır. Piyasalar merkez bankası

hareketlerini doğru bir şekilde öngörebildiği zaman piyasa katılımcıları daha etkili kararlar alırlar (Poole, 2001: 9).

Başkan Yılmaz ‘biz merkez bankası olarak inanıyoruz ki, politikalarımızı, fiyat istikrarı yönünde aldığımız kararları ve bu kararların altında yatan nedenleri ne kadar açık, dürüst ve tutarlı bir şekilde kamuoyu ile paylaşırsak, toplumsal refah artışına giden yoldaki başarımız da o kadar yüksek olacaktır’ diyerek iletişimin önemli olduğunu göstermiştir (Yılmaz, 2006:1).

Merkez bankası iletişiminin öneminin artmasında merkez bankalarının yasal, fiili, amaç, araç açısından merkez bankalarının bağımsız olması etkili olmuştur. Bağımsız merkez bankaları aldıkları kararlar doğrultusunda sorumlu olmakta bunun içinde kamuoyuna net ve açık bilgi sunarak gerekli iktisadi birimlerin karar alma süreçlerinde güvenilirliği sağlanmakta ve bütün bu unsurların yerine gelebilmesi içinde etkin iletişim politikalarına ihtiyaç vardır.

Etkin bir iletişim politikası ancak belirli bir stratejik yaklaşım ile gerçekleşebilir. Bu strateji iletişim amaçlarının açıkça belirtilmesi, hedef kitlelerin, iletişim kanallarının ve iletişim araçlarının tanımlanması, doğru zamanlamayı ve neyin, niçin ve ne şekilde anlatılacağına belirlenmesini gerektirmektedir (Yılmaz, 2006: 5). Bu stratejiler merkez bankasının önündeki kısıtlar nedeniyle değişmektedir. Çünkü merkez bankasının ekonomide ve kamuda karşılaştığı fırsatlar ve zararlar farklı olmaktadır. İletişim açısından araçların ve amaçların bazı özelliklere sahip olması gerekir.

Merkez bankalarının gerçekleştirdikleri politikaların asıl amacı hem kendi faydalarını artırmak hem de kamuoyunun faydasını artırmaktır. Burada önemli olan ortak hedefler doğrultusunda hedefleri seçip belirleyebilmektir. Yani amaçlar ortak faydalar doğrultusunda seçilip iletilmesi gerekir. İletilen politikanın anlaşılması önemli bir unsurdur. Bu durumda göndericinin netliği ve alıcının verilen bilgiyi anlayabilmesi önemlidir. Etkin bir iletişim politikası yoluyla güvenilirliği sağlamak için, merkez bankasının politikalarını farklı kitlelere açıkça anlatması gerekmektedir.

Verilen bilginin tüm kitlelere adil olarak yayılması yani bilgi asimetrisinin olmaması etkin iletişim ile sağlanabilir. Bilgi akışındaki aksaklık olan bilgi asimetrisinin yaşanması iletişimin etkinsizliğinden kaynaklandığını söyleyebiliriz.

Merkez bankalarının sağladıkları güven, politika uygulamalarındaki başarı kadar etkin bir iletişim politikasını gerektirmektedir. İletişim ne kadar güçlü olursa iletilen bilginin anlaşılabilirliği artmakta ve yanlış anlamaları engellemektedir. Merkez bankalarının politika etkinliğinin can damarı olarak iletişimi seçebiliriz. Merkez bankalarının açıklamaları ile uygulamalarının tutarlı ve zamanlamasının doğru olması, güvenilirliğin sağlanması açısından etkin bir iletişim politikasını gerekli kılmaktadır. Diğer bir ifade ile etkin bir iletişim politikası ile uygulanan politikaların kamuoyuna aktarılması, bu politikaların toplum tarafından anlaşılır ve kabul edilebilir olmasını sağlayarak güvenilirliği artırmaktadır bu güvenilirlik doğrultusunda iktisadi birimlerin beklentileri politika hedefleri doğrultusunda olmaktadır.

Merkez bankalarının bilgi aktarımını sağlayan iletişim araçlarının seçimi amaçların gerçekleşebilmesi için önemlidir. Bu sebepten dolayı amaçlar ve araçlar uyum içinde olmalıdır. İletişim araçlarının etkinliği açısından seçilen araçların kaliteli olmalı ve kolay takip edilebilmelidir. Kullanılan iletişim araçları merkez bankalarının kendi gelişimine paralel olarak gelişmeler göstermiştir. Aktarılan iletiler birer belge niteliği ve değeri taşıdığı için iletişim araçlarının inandırıcılık ve kamuyu ikna etme özelliğine sahip olmaktadır. İletişim araçları ile merkez bankası aynı anda farklı kitlelere ulaşabilmektedir. Bu durumda seçilen iletişim araçları hedefleri alıcılara ulaştırarak para politikası etkinliğinin artışında önemli bir role sahiptir. Zamanlama açısından her ekonomik ortama göre izlenecek farklı politikalar vardır. Para politikasında temel amaçtan sapmadan insiyatif alınabilecek durumlarda ortaya çıkabilir. Bu açıdan ekonomi resesyonda iken enflasyon hedeflemesi yapılmaz. Bunun ne kadar bir süre ile yapılamayacağını da anlatılması gerekir. Erken yapılan açıklamaların faydası yaratacağı hata ile ortadan kalkabilir.

Merkez bankası hedeflerini belirler daha sonra bu hedefler doğrultusunda seçtiği iletişim araçlarını kullanarak kamuoyuna duyurur ve anlatır ama bu yeterli değildir aynı zamanda neden bu hedeflerin sağlanması gerektiği konusunda kamuoyunu ikna etmesi de gerekir.

Merkez bankalarının bağımsızlık hesap verebilirlik ve şeffaflık ilkelerinin gereği olarak, açık ve etkili bir iletişim stratejisi yürüterek kamuoyunu, finansal piyasa katılımcılarını, hükümeti bilgilendirmektedir. Merkez bankaları bu amaçtan dolayı iletişim için kullandıkları araçlar vardır:

-Basın duyuruları.

-Başkanın konuşmaları.

-Enflasyon raporları: bu belge yetkili kurulların ekonominin cari ve gelecek dönemdeki gidişatına ilişkin düşünceleri açıkça ifade etmektedir. Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkeler kamuoyu ile iletişim kurmak için kullanılan en yaygın araçtır.

-Toplantı tutanakları ve oylama kartları: dezenflasyon maliyetlerinin düşmesini ve politika yapıcılarının siyasi baskılara maruz kalmasını önler.

-Parlamentoyu bilgilendirme raporu: enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkeler kullanır.

-Gerekçeli performans raporu: hedeflerde sapma tehlikesi ortaya çıktığında, söz konusu sapmanın nedenleri, alınan önlemler ve tasarlanan süreye ilişkin bilgilerin kamuoyuna duyurulmasıdır.

-İlave düzenli yayınlar: Para politikası ile ilgili, raporlar, değerlendirmeler ve programlar gibi düzenli yayınlar bu kategoride yer alır.

Bu yayınlar ile merkez bankası hedeflere ulaşma performansını gösterebilmektedir. Bu yayınlardan sonra iktisadi birimlerin beklentilerinde önemli bir sapma olmuyorsa amaç ve araçların etkinliği söz konusudur. Para politikası ile ekonominin gidişatına ve para politikasına ilişkin açıklanan görüşler, bekleyişlerin politika hedefleri doğrultusunda ileriye yönelik oluşmasına katkı sağlamaktadır ve para politikasının etkinliğine artırmaktadır (Serdengeçti, 2005: 3). Gelecekte alınabilecek olası politika kararları söz konusu olduğunda birçok merkez bankası farklı biçimlerde geleceğe dönük rehberlik sunmaktadır. Bazı merkez bankaları daha

da açık ve net olarak para politikasının ileriye dönük değerlendirmesini yayınladı. Fakat hem Miskhin (2004) hem de Charles Goodhart (2001), gelecekte takip edilecek oranlarla ilgili politikayı açıklamanın karmaşıklığa sebep olacağını düşünmektedirler. Çünkü komitenin karar alma sürecinde karmaşıklık yaşanacaktır. Ayrıca geleceğe dönük yapılan şartlara bağlı tahminlerin doğasının anlaşılmasından dolayı halk ile yapılan iletişimi de karmaşıklaştırır.

Bu durumu merkez bankasının kredibilitesi açısından değerlendirebiliriz: eğer öngörülen gelişmeler gerçekleşmezse, gerçekleşen ve tahmin edilen değer arasındaki fark merkez bankasının kredibilitesine zarar verebilir. Bu yüzden faiz oranlarının gelecekteki seyri ile rehberlik sunan merkez bankaları geleceğe dönük değerlendirmelerin şu anda var olan değerlendirmeler ile yapıldığını değişime uğrayabileceklerini söylerler (Issing, 2005: 67- 71).

5.2.1 İletişimin Kurumsal Politikalar ile İlişkisi ve Para Politikası Etkinliği

Bilgi ve iletişim teknolojilerinde gerçekleşen gelişmeler ile birlikte merkez bankacılığı ve para politikası uygulamalarında da değişimler yaşanmıştır. Etkin bir para politikası etkin bir iletişim politikası ile sağlanarak iktisadi birimler arasında bilgi akışında artış meydana gelir. Bu konuda önemli olan diğer bir konu iletişimin kim tarafından ve hangi araçlar ile yapılacağıdır. Çünkü merkez bankası ile kamuoyu arasındaki bilgi asimetrisinin azaltılması etkin bir araç seçimi gerektirir. Güçlü bir iletişim ve etkin araç seçimi, merkez bankası ile kamuoyu arasındaki bilgi asimetri azalttığı ölçüde piyasadaki belirsizlikler de azalır.

Politikalarda neyin neden niçin yapıldığının anlatılması iletişim açısından çok kritik önem sahiptir. Ki, bu noktada bağımsızlık, şeffaflık, hesap verebilirlik, güvenilirlik ve iletişim politikaları birbirleri ile bağlantılıdır (Issing, 2005: 67). Bu politikalar arasındaki ilişki kurumsal bir bakış açısı sunmaktadır. Bu politikaların artırılması ekonomiye ve para politikasına olumlu katkılar sağlamaktadır. Etkin bir

iletişim politikası, merkez bankalarının şeffaf, hesap verebilir ve güvenilir olmasına olumlu yönde etkilemektedir.

Merkez bankaları ekin iletişim politikaları ve şeffaflığa önem vermelerini nedeni olarak üç unsur sorumludur. İlk olarak birçok merkez bankalarına tanınan daha fazla bağımsızlık beraberinde daha fazla sorumluluğu getirmiştir. Daha fazla hesap verme sorumluluğu politika belirleyicilerinin inançları ve para politikasının işleyişi konusunda kamuoyu ile gerçekleştirilen iletişimin miktarında artış anlamına gelmektedir. Bağımsız merkez bankaları, hükümet ve kamuoyu arasındaki iletişim büyük önem taşır. İkinci olarak sanayileşmiş ve gelişmekte olan ülkelerin enflasyon hedeflemesini benimsemeleri merkez bankalarının iletişimine verilen önemi arttırmıştır. Üçüncü unsur da bir çok ülkede finansal piyasaların öneminin artmasıdır (Amato vd., 2002: 495). Piyasa fiyatlarını yönlendiren piyasa katılımcılarının beklentileridir. Bu yüzden bu beklentileri şekillendirmek ve yönlendirmek para politikası için önemlidir. Böyle bir durum piyasa katılımcıları ile etkin bir iletişim kurulmasını gerektirir.

Merkez bankasının gerçekleştirdiği iletişim, kısa dönemli oranlarla ilgili beklentileri etkilemekte ve sonrasında uzun dönemli piyasa oranlarını ve diğer finansal piyasa oranlarını etkiler. Bu fiyatlarda daha sonra enflasyon ve çıktı gibi makro verileri etkiler. Merkez bankalarının açıklamaları piyasaları önemli bir biçimde hareket ettirmektedir (Blinder vd., 2008: 21-25).

Özellikle komite tutanaklarının yayınlanması ve bankanın enflasyon raporu finansal piyasaları önemli bir biçimde hareket ettirmektedir. Yani merkez bankalarının açıklamaları ve konuşmaları finansal piyasa oyuncularının dikkatini çeker ve böylece piyasa fiyatlarına yansıma gerçekleşir. Finansal piyasaların verdiği tepkiler gerçekleştirilen iletişimin detaylılığına, zamanla ve içeriklerine bağlıdır.

Bir merkez bankasının açık ve net olmasını sağlayan iletişim politikaları, piyasa beklentilerini temellendirmeyi sağlar ve böylelikle merkez bankasının politikalarının etkilerini tahmin etmeyi kolaylaştırır (Blinder, 1998: 70-71). Para

politikası tahmin edilebilirliği ne kadar fazla olursa para politikasının etkinliği de o kadar fazla olur. Bu etkinlik iyi bir iletişim politikasıyla gerçekleştirilebilir.

King (1997), merkez bankaları iletişim ile güvenlerini artırabilmektedir. Merkez bankalarına oluşan güven sayesinde, hedeften sapmalar olduğu takdirde kamuoyunda taahhütlerin yerine getirilememesi konusunda bir tereddüt oluşmadığını belirtir. Merkez bankaları uzun vadeli hedeflerini, etkin bir iletişim politikası ile duyurarak bankaya duyulan güveni artırdığında, enflasyondaki katılık da azalmaktadır.

Merkez bankalarının kamuoyu ile etkin iletişim kurmaya önem vermesine paralel olarak, enflasyon hedeflemesine yönelik politikaların önemli bir uygulama alanı bulmuştur. Yapılan birçok çalışmada enflasyon hedeflemesinin enflasyon beklentileri üzerinde önemli etkiler olduğunu göstermektedir. Örneğin Johnson (2003) yaptığı çalışmada yeni Zelanda'da, Kanada'da, İsviçre'de enflasyon hedeflerinin ilan edilmesinden sonra beklenen enflasyon düzeyinde düşüş olduğunu göstermiştir.

Enflasyon hedeflemesinin temeli iktisadi birimlerin beklentilerinin yönlendirilmesi ve uygulamaların şeffaflık ilkesine dayanmasıdır. Enflasyon hedeflemesinin başarısının anahtarı, şeffaflığa ve kamuya bilgi iletişimi sağlama konusundaki yaptığı vurgudur (Yay, 2006: 18).

5.2.2. Kısa ve Uzun Vadede Bekleyişlerin Yönetimi ve İletişim Politikası

Merkez bankaları kısa vadeli faiz oranları doğrudan kontrol edebildikleri bir araçtır. Kısa vadeli faiz oranları, ekonominin seyrini etkileyen varlık fiyatlarını ve getirileri etkilediği ölçüde önemi artmaktadır. Kısa vadede etkin iletişim politikaları, merkez bankası politika kararlarının öngörülebilirliğinin artmasını sağlamaktadır. Öngörülebilirliğin artması, finans piyasalarında oynaklığın azalması ve kısa vadede politika değişikliğinin neden olabileceği maliyetin azalmasını sağlar.

Merkez bankaları kısa vadeli faiz oranlarında genelde küçük değişmeler yapmaktadır. Çünkü ekonomide var olan belirsizlik nedeniyle, faiz oranlarında herhangi bir değişikliğin ekonomiyi nasıl etkileyeceği bilenememektedir. Merkez bankalarının faiz oranlarındaki değişikliğin öngörülebilir ve küçük miktarlarda olması, bu değişikliğin kabul edilebilirliğini kolaylaştırmaktadır. Böylece merkez bankasının faiz değişikliklerini küçük miktarda yapması, piyasaların ilerideki değişiklikleri takip etmesini kolaylaştırmaktadır (Yetkin, 2005: 47-50).

Etkin bir iletişim politikası kapsamında kısa vadede bekleyişlerin yönetimi önemlidir. Kısa vadede bekleyişlerin iyi bir şekilde yönetilmesi kısa vadeli faiz oranlarının piyasalar tarafından öngörülebilirliğinin artması ile ilişkilidir.

Uzun vadede merkez bankaları hedeflerini ve stratejilerini kamuoyu ile paylaşmakta ve tutarlı politikalar izlemektedir. Uzun vadede bekleyişlerin yönetimi enflasyonun düşük kalacağına inanırılması ile sağlanır. Enflasyonist beklentilerin azaltılması enflasyonla mücadelenin maliyetini azaltır. Eğer merkez bankası tutarlı bir politika izlemezse veya verdiği taahhütleri yerine getirmezse kamuoyu enflasyon beklentilerini daha da artıracaktır.

Bu durumda merkez bankası ile kamuoyu arasında gerçekleşen iletişim etkinliğini kaybetmekte ve enflasyonu düşürememektedir (Kansu, 2007: 4). Bu durumda merkez bankası güvenilirliğini kaybetmiştir ve güvenilirliğini tekrar kazanması zor olmaktadır.

Merkez bankası uzun vadeli faiz oranlarını kısa vadeli faiz oranları ile etkilemektedir. Yani merkez bankası kısa vadeli faiz oranlarının gelecekteki yönü konusunda finans piyasası katılımcılarına ne kadar yararlı ve açık bir yol oluşturursa, uzun vadeli faiz oranları üzerindeki etkisi de fazla olmaktadır. Etkin bir iletişim politikası finans piyasaları katılımcılarının gelecekteki para politikası uygulamalarına dair bekleyişlerini merkez bankasına uyumlu hale gelmesini sağlar.

Para politikası açısından iletişim politikalarının önemi, bekleyişleri yönetmenin önemi ön plana çıkmaktadır. Bekleyişlerin yönetimi para politikalarının

öngörülebilirliğini artırmakta ve politikaların tutarlılığını göstermesi açısından önemlidir. Bununla birlikte iletişim politikasının başarısı seçilen araçların sinyal kalitesine bağlıdır. Dolayısıyla para politikası etkinliği açısından sinyal kalitesi önemlidir.

5.3. Sinyal Kalitesi

Merkez bankalarının uyguladıkları politikalar ülke ekonomilerine göre farklılık gösterir. Bu ekonomi farklılıkları merkez bankalarının uyguladıkları politika için amaç ve araç değişikliğini beraberinde getirir. Merkez bankasından merkez bankasına politikaları açıklama şekli, ne zaman açıklanacağı, hedefler doğrultusunda hangi araçların seçileceği, iletişim araçlarının seçimi değişmektedir. Bu sebeplerden dolayı merkez bankaları tarafından verilen sinyallerin içeriği ve miktarı değişmektedir.

Merkez bankaları çok sayıdaki iletişim araçları menüsünden seçim yapmaktadır. Bu araç seçimi merkez bankaları için büyük önem taşır. Çünkü sinyalin netliğini etkileyecek olan göndericinin seçimidir. Bu seçimin etkinliği politikanın uygulanabilirliğinin başarısını gösterecektir. Merkez bankasının kullanmakta olduğu dolaylı araçlar para politikasının oluşturulmasında piyasa güçlerine dayandırıldığından dolayı ekonomik sinyallerin en temel kaynağı olan finansal piyasaların gelişimine yardımcı olmaktadır. Merkez bankasının en çok kullandığı politika aracı olan kısa vadeli faiz oran kararlarının temelinde sinyal etkisi vardır. Merkez bankaları bu sinyal etkisi ile aktarım mekanizması üzerinden toplam talebi kontrol etmek, beklentileri yönlendirmek ve bu yönlendirme ile enflasyon hedeflerine ulaşmayı amaçlamaktadır. Bu sinyalin etkilerini hemen göstermesi imkânsızdır. Sinyalin etkisi gecikmeli olarak gerçekleşir. Çünkü ekonomik yapı ve kamuoyu yapılan değişikliğe hemen tepki göstermezler. Kısacası ekonomik yapı mali piyasaların etkinliği ve belirsizlik bu sinyalin gücünü belirler. Para politikasının gönderdikleri sinyallerin etkin bir şekilde gerçekleşebilmesi merkez bankasına duyulan güvenle yakından ilgilidir. Para politikasında meydana gelen değişimler ekonominin geleceğine ilişkin beklentileri ve duyulan güveni etkiler. Güvensiz bir

merkez bankasının amaçları kapsamında gönderdikleri sinyaller amaçlara ulaşmayı engeller. Hatta bu sinyaller daha da kafa karıştırıcı nitelikte görülerek piyasa tepkisine yol açmaktadır. Güven unsurunun olmadığı ortamda belirsizlikler artmakta verilen sinyalin gücü azalmakta ve para politikası etkisizleşmektedir. Merkez bankalarının güven, şeffaflık, bağımsızlık, iletişim ilkelerinde yaşanan gelişmeler, merkez bankalarının faizler, enflasyon, bekleyişler, kur gibi konularda sinyal verme teknikleri piyasalarca beklenen bir nitelikte olmaya başlamıştır.

Merkez bankasının birçok amaçları içinden temel amacını belirlemesi ve bu amacı belirlerken karşılıklı faydayı göz önünde tutarak belirlese sinyalin gücünü artırabilecektir. Merkez bankasının çok fazla amacı gerçekleştirmek için aşırı bilgi vermesi durumunda sinyal kalitesini kaybeder. Böyle bir durumda, ulaşılmak istenen hedeflerden daha da uzaklaşmaya sebep olur. Sinyalin ulaşmak istediği amaca ulaşabilmesi için seçilen amaç ve araç arasında uyum olması gerekir. Araç ve amaç uyumluluğu ne kadar etkin olarak sağlanırsa piyasa verilen sinyalin piyasa beklentilerini etkileme gücü daha da artar. Çünkü merkez bankası tarafından verilen sinyalin kalitesi ne kadar iyi olursa piyasa beklentilerini şekillendirmek ve yönetmek daha kolay olmaktadır. Piyasa katılımcılarına verilen güçlü sinyaller belirsizliği ve faiz oranlarındaki oynaklığı azaltabilmektedir

Makro ekonomik tahminlerin açıklanması ve faiz oranlarının gelecekte izleyecekleri yol hakkında sinyal verilmesi merkez bankası eylemlerinin piyasa katılımcıları tarafından daha iyi tahmin etmelerine yardımcı olduğu verdiği sinyalin etkinliğinin göstergesidir. Fracasso, Gennberg ve Wyplosz (2003) tarafından yapılan çalışma bu düşüncüyü destekler niteliktedir. Bu araştırmacılar 19 ülke için enflasyon raporlarının kalitesinin anlaşılmasını sağlayacak bir grup gösterge geliştirmişlerdir. Bu araştırmacılara göre yüksek kaliteli raporların daha az politik sürprizler ile bağlantılı olduğunu bulmuşlardır. Özellikle üç subjektif gösterge belirlemişlerdir: raporun ne kadar ikna edici olarak görüldüğü, uzmanlığın ne kadar iyi yansıtıldığı, yazma stiline kalitesi. Bu göstergelerin faiz oranları ile ilgili kararların tahmin edilebilirliğini artırmaktadır. Bu sonuçlar yüksek bir sinyalin piyasalardaki belirsizliği azalttığına bir göstergesidir. Sinyalin daha fazla net olması daha etkin

olması anlamına gelir ve bu netlik ne kadar fazla ise faiz oranlarının volatilitelerini azaltmaktadır.

Sinyaller para komitesi tarafından ya da komite adına gönderilmektedir. Sinyallerin kim veya kimler tarafından gönderileceği sinyalin gücünü etkilemektedir. Sinyaller para komitesi tarafından ya da onun adına bireysel komite üyeleri tarafından gönderilir. Sinyallerin gönderilmesinde göndericinin, uygun içerik, zamanlama ve kanalların tercih edilmesi de piyasalar açısından önemlidir. Bir bütün olarak bir MPC (para politikası komitesi) tarafından iletişimin gerçekleştiği günler toplantı günleridir. Bu tür bir iletişimin zamanlaması ve detay miktarı merkez bankalarından merkez bankasına farklılık gösterir. Merkez bankasından çok fazla ses duyulduğunda para politikasının tahmin edilebilirliği bozulabilir (Blinder vd., 2008: 21-40). Bunun da sebebi ortaya çıkan sinyal belirsizliğidir. Sinyal belirsizliği merkez bankasının ekonomik durum hakkında kamuoyu ile iletişim kurma beceriksizliğidir. Sinyal belirsizliklerinin nelerden kaynaklandığının bilinmesi gerekir. Sinyal belirsizliği bireysel olarak verilen bilginin farklı yorumlamalara açık olması, amaç ve araç tutarsızlığından, aşırı bilginin aynı anda verilmek istenmesinden kaynaklanabilir. Ancak para otoritesi kendini kredibilitesi olan sinyaller göndermeye adanmış olsa bile, sinyallerin rakamsal ifadelerin ötesine geçtiği gerçeği de unutulmamalıdır (Dow vd., 2005: 10-16).

İKİNCİ BÖLÜM

TCMB PARA POLİTİKALARI ve İLETİŞİM POLİTİKALARI

Bu bölümde TCMB tarafından para politikasının uygulamasında seçilen çapalar incelenmiştir. Ekonominin yapısına göre hangi çapaların kullanıldığı ve seçilen bu çapaların özellikleri anlatılmıştır. Bu bölümde TCMB'nin teorik olarak seçtiği çapalar anlatıldıktan sonra TCMB'nin 1990 ve 2009 yılları para politikaları ve iletişim politikaları incelenmiştir.

1. Para Politikasında Değişken Hedefleme Uygulaması

Para politikası uygulaması, makro ekonomik hedeflerin saptanmasını; bu hedeflere ulaşmayı sağlayacak bir ara hedef değişkenin seçilmesini ve bu değişkenin belli bir değerinin belirlenmesini, bu ara hedefe götürecek bir faaliyet hedef değişkenin seçilmesini kapsar (Bernanke,v.d, 1999: 1-2). Ayrıca para politikası uygulaması bu değişkenin belirli bir değerinin belirlenmesini ve para politikası araçlarını kullanarak bu saptanan hedeflere ulaşmayı kapsamaktadır.

Uygulanan para politikaları ülkelerin ekonomik durumlarına ve merkez bankalarının konumlarına göre değişiklik göstermektedir. Merkez bankaları uygulayacakları para politikalarını sadece o günün gereklerini göz önüne alarak değil aynı zamanda belli bir değişkeni nominal çapa olarak seçerek hedeflerine ulaşmaya çalışmaktadırlar.

Birçok merkez bankasının uyguladıkları politikalar ile uzun dönemde fiyat istikrarı sağlamayı amaçlarken kısa dönemde reel ekonominin büyüme ve işsizlik gibi değişkenleri faiz oranları ve kurlar arasında tutarlı politikalar izlemeye çalışmaktadır (Arıcan, 2005: 2). Birçok nihai amaç arasından fiyat istikrarının seçilme sebebi ise bu amacın para politikasıyla sağlanabilecek bir hedef olmasıdır (Svensson, 1999: 6-7). Günümüzde merkez bankaları bu nihai hedeflerine nominal çapa uygulaması ile ulaşmaktadırlar.

Nominal apa, fiyatlar üzerinde belirleyici etkisi olan ve gelecekte alacağı değerler politika uygulayıcısı tarafından önceden açıklanan bir nominal değişkendir. Merkez bankaları, nominal çapa uygulaması ile gelecekteki fiyatları etkileyebilmek için uygulanacak para politikası hakkında iktisadi birimlere bilgi veren açık ve uygulanabilir ve belirli süreyi kapsayan kurallar koyarlar. Nominal apalar parasal büyüklük, faiz oranı, döviz kuru, enflasyon, fiyat endeksi, ücret ve hatta nominal GSYİH apa olabilen değişkenlerdir. Merkez bankalarını farklı çapa kullanarak iktisadi birimlerin beklentilerini yönlendirebilmekte ve para politikasındaki belirsizliği ortadan kaldırabilmektedir.

1.1. Parasal Büyüklük Hedeflemesi

Parasal büyüklük olarak hedeflenen değişkenler M1, M2 veya M2Y gibi bir büyüklük olabilir. Hedef alınan değişken büyüdükçe değişkenin merkez bankası tarafından etkilenebilmesi ve halk tarafından izlenebilmesi güçleşir. apa olarak parasal büyüklüğün kullanılmasının piyasalar açısından faydaları vardır.

Parasal bir büyüklük, para politikasının içinde bulunduğu durumla ve karar alıcıların niyetleriyle ilgili olarak kamuoyuna ve piyasalara anında sinyal verir ve böylece enflasyonist bekleyişlerin sabitlenmesine yardımcı olur. Ayrıca, parasal büyüklük hedefinin şeffaflığı, merkez bankasının enflasyonu düşük tutma konusunda kamuoyu nezdinde hesap vermesini gerektirdiği için, genişlemeci para politikası izlenmesi konusunda merkez bankası üzerindeki baskıların azalmasına neden olur (Şıklar, 1999: 1-5).

Finansal liberalleşmenin ortaya çıkması ile ve teknolojik gelişmelerin yaşanması parasal büyüklüklerin merkez bankası tarafından kontrolünü zorlaştırmıştır. Bu sebepten dolayı parasal büyüklükleri hedeflemek anlamlı olmamaktadır.

1.2. Döviz Kuru Hedeflemesi

Döviz kuru çapası ulusal paranın düşük enflasyonlu bir ülkenin parasına bağlanması veya değerinin sabitlenmesi anlamına gelmektedir. Para arzı ile fiyat arasındaki ilişki belirsiz olduğu için döviz kurunu kullanmak daha avantajlıdır. Döviz kuru hedeflemesi yapılabilmesi için döviz kuru ile enflasyon arasında güçlü bir ilişkinin olması gerekmektedir (Baydur ve Süslü, 2002: 7-8). Döviz kuru çapası ülke merkez bankasının ön taahhüdü olduğu için zaman tutarsızlığı sorunundan kurtulma avantajını getirmekte, böylece merkez bankası döviz kurunun devalüe edilmesine yol açacak aşırı genişlemeci politikalar izleyememektedir. Öte yandan döviz kurunun çapa olarak kullanılması, yerli ülkedeki enflasyonun takip edilen ülkenin enflasyon düzeyine yaklaşacağı konusundaki bekleyişlere uyararak, ülkedeki enflasyonist bekleyişleri düşürmek gibi bir avantaja da sahiptir (Yiğit, 2006: 6).

Kur çapasına tam güven duyulduğu ve bu politikadan vazgeçilmeyeceğine inanılan bir ortamda, devalüasyonun azalmasıyla birlikte enflasyon da düşecektir. Sürekli yüksek enflasyonun yaşanması güvenilirliği etkilemekte ve enflasyonun aşağı çekilmesinde katılık olmasına sebep olmaktadır. Çapaya duyulan güvenin fazla olması enflasyonla mücadelede başarıyı artırmaktadır (Yağcı, 2001: 3).

Döviz kurunun olumlu etkilerinin yanında bazı olumsuz etkileri de vardır. Döviz fiyatlarının sabitlenmesi para politikası uygulama şansını merkez bankalarının elinden almaktadır. Bu da ekonomiyi içsel ve dışsal şoklara karşı kırılgan hale getirmektedir. Diğer bir sakıncası da kurların aşırı değerlenmesi sonucu ülkelerin ödemeler dengesinde görülen olumsuz gelişmelerdir (Baydur ve Süslü, 2002: 8).

1.3. Faiz Oranı

Faiz oranı, birçok değişken tarafından etkilenebilmektedir. Faiz oranı siyasi müdahalelere açık olan bir değişkendir. Finansal serbestleşme ve kamu açıklarının borçla finansmanı bu fiyatın kontrol edilmesini daha da zorlaştırmıştır. Merkez bankalarının ara hedef olarak faiz oranlarını etkin bir şekilde yönlendirebilmesi

merkez bankasının bağımsızlığına bağlıdır. Siyasi baskılara maruz kalırsa açık bir faiz politikası, hedef değişken olma özelliğini ve gücünü kaybeder. Monetarist iktisatçıların savunduğu gibi, faizin değişken bir parametre olması ve dışsal faktörlerin etkisi altında bulunması, faiz oranının ara hedef olarak belirlenmesine ciddi bir engel oluşturmaktadır. Çünkü böyle bir durumda iktisadi birimlere yanlış bilgi akışı söz konusu olacaktır.

Bu üç çapa teknolojik nedenlerden, sermaye hareketlerindeki istikrarsızlıktan ve finansal araçların zenginleşmesi gibi sebeplerden dolayı iyi bir çapa olma özelliklerini kaybetmişlerdir. Yeni çapa ise enflasyonun kendisidir.

1.4. Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesinde ayrı bir çapa kullanmadan hedef alınan enflasyon oranına ulaşmaya çalışır. Enflasyon hedeflemesi rejimi, para politikasının fiyat istikrarını sağlamaya ve sürdürmeye yönelik olarak kurumsallaştığı modern bir stratejidir (TCMB, 2006: 3). Bu stratejide, merkez bankası herhangi bir ara hedef ilan etmez çünkü enflasyonun kendisi çapadır. Böyle bir uygulamada hedeflenen enflasyonun, beklentileri etkileyebildiği ölçüde başarılı olur ve çapa görevi görür. Enflasyon hedefi net bir şekilde kamuoyuna duyurulması merkez bankasının sorumluluk aldığı bir göstergesidir. Merkez bankası, tüm para politikası araçlarını enflasyon hedefine ulaşmak için kullanır. Enflasyon hedeflemesi rejimi altında merkez bankasının temel politika aracı kısa vadeli faizlerdir.

Enflasyon hedeflemesi, gelecekteki fiyat düzeyinin ne olacağı konusunda piyasaya güvenilir bilgi vermektedir.

Merkez bankası enflasyon hedeflemesi uygulayarak para politikası uygulamasında mali kuruluşların geleceği öngörmelerine ve kararlarına buna göre almalarına imkân tanıyan şeffaflık sağlanır (Tutar, 2005: 1). Fiyatlarla ilgili net sinyaller sinyalin kalitesinde artışa neden olmuştur. Sinyal kalitesindeki artışın iletişim etkinliğini artırması ve enflasyon oranını düşürmesi gibi olumlu etkileri

vardır. Enflasyon hedeflemesi aynı zamanda gerçekleşen ile beklenen enflasyon arasındaki farkı azaltabilmektedir. Böylece piyasada belirsizlikleri azaltabilmekte ve güvenilirliği sağlayabilmektedir. Enflasyon hedeflemesi ile birlikte modern para politikasının temelleri olan şeffaflık, kredibilite (güvenilirlik), etkin bir iletişim ve hesap verebilirlik kavramları ön plana çıkar.

1.4.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Ön Koşulları

Enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi için aşağıdaki ön koşulların gerçekleşmesi gerekmektedir (Demirhan, 2007: 27):

-Merkez bankasının hem araç hem de amaç bağımsızlığına sahip olması gerekmektedir.

-Disipline edilmiş kamu maliyesinin olması gerekmektedir. Bu durum mali kesimin para politikası uygulamalarında belirleyici olmaması anlamına gelmektedir (Rudensbusch ve Svensson,1999: 18).

-Para politikasının nihai hedefinin fiyat istikrarı olması gerekmektedir.

-Şeffaflık ve hesap verilebilirlik mekanizmalarının ortaya konması gerekmektedir. Bunun için enflasyon hedeflemesi altında kullanılacak enstrümanın fiyat yapıcı iktisadi birimler ile iletişimi sağlıyor olması gerekmektedir. Uygulamada bu durum sürekli yayınlar ve rapor vasıtası ile yerine getirilir (DeBelle, 1997: 17-19).

-Finansal sistemin güçlendirilmesi gerekmektedir. Bu durum hem iletişimde kullanılan aracın kalitesini artırmakta hem de merkez bankasının bağımsızlığını güçlendirmektedir.

-Uygulama öncesinde enflasyonun belirli bir düzeye çekilmiş olması gerekmektedir.

1.4.2. Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımında Uygulamaya Yönelik Özellikler

Enflasyon hedeflemesinin en önemli özelliği merkez bankasının ara bir hedef olmaksızın nihai hedefi bir ara hedefmiş gibi kullanmasıdır. Bir ara hedefin olmaması, enflasyon hedeflemesinin başarısını merkez bankasının bağımsızlığına ve

şeffaflığa, hesap verilebilirliğe bağlar. Bunların başarısı ise enflasyon hedeflemesi altında kullanılacak enstrümanın etkin iletişim sağlamasına bağlıdır.

Sağlıklı bir iletişim, para otoritesinin saygınlığını artıran bir unsurdur. Para politikasında aktarım sürecindeki belirsizlikler ve gecikmeler iktisadi birimler tarafından alınan kararların yanlış olmasına yol açar. Ancak sağlıklı bir iletişim iktisadi birimlerin merkez bankasının aldığı kararların doğru bir şekilde iktisadi birimlere aktarılmasına yardımcı olur. Bu durum merkez bankasının başarı şansını artıracaktır (Carare, vd., 2002: 7-11). Enflasyon hedeflemesi uygulamasında dikkat edilmesi gereken diğer unsurlar ise,

- Hedefin Belirlenmesi: Tek bir amacı vardır fiyat istikrarı olması.

- Fiyat Endeksinin Belirlenmesi: TÜFE veya TEFEE tercih edilir. Merkez bankaları iktisadi birimlerin refahını daha iyi yansıttığı için TÜFE'yi nihai hedef olarak seçerler.

-Zaman Seçimi: Zaman aralığı, hedef enflasyonun ilan edildiği dönem başlangıcı ile hedefin gerçekleştirilmesinin beklenildiği dönem arasındaki süreyi ifade etmektedir. Ülkelerin kendi ekonomik durumuna göre belirlenir.

-Nokta veya Bant Hedefi Seçimi ve Uygulanması: Merkez bankaları enflasyon hedefi uygulamasında genelde bant uygulanmasını tercih etmektedirler. Bunun en önemli nedeni şoklara karşı daha esnek ve güvenilirliği sağlamasıdır.

-Hedefin İlanı: Enflasyon hedeflemesi hükümet, merkez bankası veya her ikisinin birlikte hareket etmesi yoluyla enflasyon oranı için belirli bir zaman aralığında resmi niceliksel bir hedefin ya da hedef aralığının halka ilan edilmesidir.

1.4.3. Enflasyon Hedeflemesinin Avantajları

Enflasyon hedeflemesinin (orta dönemli bir para politikası olarak) sahip olduğu temel avantajlar aşağıdaki gibi sıralanabilir:

-Para politikasının uygulanmasında şeffaflığı artırmaktadır.

-Alternatif politikalara göre daha anlaşılır bir politikadır.

-Merkez Bankalarının belirlenen enflasyon hedeflemesine ulaşmaları için kredibilitelerini ve hesap verebilirliğini artırmaktadır.

-Para otoritelerinin fiyat istikrarı hedefine ulaşmaları için gerekli bütün bilgiyi kullanmalarını sağlamaktadır.

-Para politikasının ulusal ekonomideki şoklara ağırlık vermesini sağlamaktadır.

-Merkez Bankalarının para politikası araçlarını kullanmalarında ve kontrol etmelerinde bağımsız olmalarını sağlamaktadır.

- Para politikasının operasyonel olarak uygulanmasına yardımcı olmaktadır.

1.4.4. Enflasyon Hedeflemesinin Dezavantajları

Enflasyon hedeflemesinin sahip olduğu avantajlarının yanında sahip olduğu dezavantajları aşağıdaki gibi sıralanabilir:

-Çok katı ve tavizsiz olarak uygulanması gereken bir politikadır.

-Diğer para politikası rejimleriyle karşılaştırıldığında etkin olmayan bir üretim dengesine yol açmaktadır. Bu durum özellikle önemli arz şoklarında (petrol fiyatındaki ani değişiklikler gibi) kendini göstermektedir.

-Kısa dönemde ekonomik büyümeyi sınırlandırabilir.

-Mali politikaların para politikalarına üstünlük sağlamasını engelleyemez.

TCMB 1990 yılından 2009 yılına kadar yukarıda teorik olarak ortaya konan nominal büyüklükleri para politikasında kullanmıştır. Kullanılan değişkenlerin değişmesinin en önemli nedeni iletişimi sağlayamamaları ve etkin sinyal kalitelerini yitirmesidir.

2. Merkez Bankasının 1990-2000 Yıllarındaki Para Politikası

1990 yılında TCMB, uygulayacağı para programını kamuoyuna ilk defa duyurmuştur. Para programı, belirlenen para politikası doğrultusunda merkez bankalarının nihai hedefe ulaşmakta izleyecekleri yolu biçimlendiren bir program olarak tanımlanabilir (TCMB, 1997a: 62). TCMB'nin böyle bir programı yürütebilmesinin ön koşulu, bilançosunun aktifleri üzerinde denetimini sağlayabilmesidir. 1990'lı yıllarda TCMB para programı ile belirlediği çapaları kamuoyuna duyurarak enflasyon ve enflasyon beklentileri ile ilgilenmiştir.

Bu para programı TCMB döviz kurları ve faiz oranlarındaki istikrarı bozmadan piyasanın likidite ihtiyacını karşılamayı hedeflemiştir (Ertekin, 2001: 1). 1990 yılı parasal programı ile toplam bilanço büyüklüğü, toplam iç yükümlülükler, toplam iç varlıklar ve merkez bankası parası üzerine hedefler konulmuştur.

TCMB'nin parasal büyüklükleri seçmesinin nedenini merkez bankalarının bilanço büyüklüklerinin artışı kontrol ederek ekonomideki parasal büyüklüklerin artışı da kontrol edebilecek olmasıdır. 1991 yılında, dışsal bir şok olan Körfez Savaşı bankacılık sektörü üzerinde büyük bir baskı ve belirsizlik oluştururken, yurtiçindeki en önemli gelişme, 1991 yılı Ekim ayında yapılan seçimlerin yarattığı belirsizlikler ve peşinden gelen hükümet değişikliği olmuştur. Bu zor şartlar karşısında TCMB, parasal program ilan etmek yerine, Türk Lirası ve döviz piyasalarındaki istikrarı korumayı ve rezerv paradaki büyümeyi kontrol altına almayı amaç edinmiştir. Yani fiyat istikrarından ziyade finansal piyasalarda istikrar sağlanması üzerinde durulmuştur. Ancak 1991 yılında yaşanan Körfez Savaşı'nın mali sektör üzerinde yarattığı baskı, siyasi istikrarsızlık, maliye politikasının yeterince sıkı olmaması ve bankacılık sektörünün kırılgan olması gibi sorunlar 1994 yılının ilk çeyreğinde bir finansal kriz yaşanmasına yol açmıştır. Enflasyon üç haneli rakamlara ulaşmıştır.

Yüksek enflasyon döneminin temel unsurlarından biri olan kamu borçlarının Merkez Bankası kaynaklarından finanse edilmesine karşı ilk düzenlemeler bu döneme rastlamaktadır.

21 Nisan 1994 tarihinde Merkez Bankası Kanunu'nun Hazineye kısa vadeli avans hesabını düzenleyen maddesinde değişiklik yapılarak Hazine'nin Merkez Bankası kaynaklarını kullanımına sınırlamalar getirilmiştir. Merkez Bankası, 1995-1999 yılları arasında döviz kurundaki dalgalanmaları azaltmayı ve döviz piyasalarındaki spekülasyon hareketleri önlemeyi amaçlayarak finansal piyasalarda istikrarı sağlamaya yönelik politikalar izlemiştir. Bu dönemdeki dışsal şokların etkisiyle ekonomik durumun daha da ağırlaşması üzerine 2000 yılında döviz kuruna dayalı yeni bir ekonomik program yürürlüğe konulmuştur (TCMB, 2008a: 11).

Merkez bankasının 1990'lı yıllardaki para politikası iki dönem altında incelenebilir: Birinci dönem 1990-1995, ikinci dönem 1996- 2000 yılı.

2.1. 1990-1995 Dönemi Para Politikası

1990 yılında çıkarılan program ile belirlenen hedeflere ulaşmak için iç kredilerin genişlemesini sınırlandırmıştır. Merkez bankaları, beklentileri etkileyebildiği ölçüde güvenilirliği de artmaktadır. Bu güvenilirliği enflasyonu düşürdüğü ve fiyat istikrarını sağladığı 1990 yılı programı hedefleri büyük ölçüde tutturulmuş, para piyasalarında istikrar sağlanmıştır. TCMB, 1990 yılında parasal programın uygulanabilmesi ve beklenen yönde olumlu sonuçlar alınması, büyük ölçüde TCMB'nin iç varlıklar genişlemesini denetleyebilmesinden kaynaklanmıştır.

1990 yılında ilk kez orta vadeli bir perspektif içinde bir para programının kamuoyuna açıklanarak uygulanmaya başlanması iletişim politikaları açısından önemli bir gelişmedir. "1990 Yılına Girerken Türk Ekonomisi" başlıklı açıklamada Türkiye ekonomisinin 1990 yılı başındaki görünümü, 1986-1989 yılları arasındaki gelişmeler ışığında verilmiş ve geleceğe yönelik öngörüler ve beklentiler de açıklamaya dahil edilmiştir. 1990 yılında para politikasının başarılı olmasının sebebi etkin iletişim ile ilişkilendirmek zor görünmektedir. Çünkü uygulanan para programı kapsamında, hesap verebilirlik çerçevesinde hedeflerin tutturulamaması halinde herhangi bir yaptırımdan söz edilmedi görülmektedir. Programın duyurulması belirli bir iletişim strateji kapsamında gerçekleşmemiştir (Yetkin, 2005: 89).

Fakat 1991 yılında çıkan Körfez Krizi, politik gelişmelerin ve erken seçimim yarattığı belirsizliklerden dolayı para politikasının uygulanılması zorlaşmıştır. Ekonomik ortamın gerekliliği açısından merkez bankası, parasal program ilan etmek yerine Türk Lirası ve döviz piyasalarındaki istikrarı korumayı ve rezerv paradaki büyümeyi kontrol altına almayı amaç edinmiştir.

Hem Türk lirası hem de döviz mevduatlarından büyük çelişkiler olmuştur. Bu mevduat çelişkileri kurları ve faizleri yükseltmiş, rezervleri azaltmıştır. Döviz kurları

enflasyondan daha hızlı artmış ve Türk Lirası değer kaybetmiştir. 1991 yılındaki para politikası, rezervlerde büyük kayba sebep olmadan kurlar üzerinde baskı yaratılmasını önlemeye çalışmak olmuştur (Kesriyeli, 1997: 23).

1992 yılında merkez bankası orta vadeli hedefleri çerçevesinde yeni bir parasal program ilan etmiştir. 1992 yılında bir parasal program ilan edilmesine rağmen, bütçe açıklarının kontrol edilememesi ve bu açıkların önemli bir bölümünün kamu kesimine sağlanan kısa vadeli avanslardan oluşması nedeniyle Merkez Bankasının para programı hedeflerine uyması olanaksız hale gelmiş, bunun yerine döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmaların giderilmesine çalışılmıştır. Sonuç itibarıyla 1992 parasal program başarısız olmuştur.

1993 yılında Körfez Savaşı'nın etkileri ve kamu açıklarının denetim altına alınamamasının parasal büyüklüklerin kontrolünü zorlaştırması nedeniyle bir parasal program açıklanmamıştır. Finansal piyasalarda istikrarın korunması ön planda tutulmuş, kur ve faizlerin istikrarlı hareketi amaçlanmıştır. 1993 yılının sonlarına doğru hükümetin hem döviz kurunu baskı altında tutup hem de faiz oranlarının artmasını önlemeye çalışması ve bu amaçla Hazine ihalelerini iptal etmesi sonrasında oluşan belirsizlik nedeniyle derecelendirme kuruluşlarının ülkemizin kredi notunu düşürmesi krizi kaçınılmaz hale getirmiştir (Günel, 2001: 63).

En çok etken faktör olan kamu açıkları nedeniyle 1994 yılında kriz yaşanmıştır. KİT açıkları, alt yapı yatırımları, ücret ve maaş gelirlerinde reel artış sağlamak amacıyla yapılan ayarlamalar, sık yaşanan seçim dönemleri, Körfez Krizi terörle mücadele gibi nedenlerle kamu harcamaları kısılamazken, gerçek anlamda bir vergi reformunun getirilememiş olması, kamu açıklarının aşırı boyutlara çıkmasına neden olmuştur (Önder, 2005: 191). Ekonomide var olan olumsuzlukları gidermek için yani bozulan dengeleri kısa sürede yerine getirmek için bir istikrar politikası uygulanması gerekmiştir.

5 Nisan 1994 kararları çerçevesinde uygulamaya konan önlemler kısa vadede enflasyonu düşürerek mali piyasalarda ve döviz kurlarında dengeyi sağlamayı

hedeflemiştir. Ayrıca kamu açıklarına ve dış açılara çözümler getirerek uzun vadede sürdürülebilir bir büyüme sağlamayı da amaçlamıştır. Sonuç olarak, bu program ile TL'nin değeri önemli ölçüde düşürülmüştür. Kur tespiti piyasaya bırakılmış, böylece yönetilen kur politikası terk edilmiştir. TCMB'nin Hazine ve diğer kamu kuruluşları ile olan kredi ilişkisi yeniden düzenlenmiş, TCMB'nin kullandığı kaynaklar kademeli olarak azaltılarak, TCMB'nin operasyonel bağımsızlığı güçlendirilmiştir. TCMB, Hazine'nin iç piyasalardan tekrar borçlanabilmeye başlaması ile rahatlamış ve bilançosu üzerindeki kontrolünü artırmıştır.

1990, 1991, 1992, 1993, 1994 yıllarında para programında hedef olarak dört büyüklük vardır: Merkez Bankası Parası (MBP), Toplam İç Varlıklar, Toplam Dış Varlıklar, Merkez Bankası Bilançosu Büyüklüğü (TCMB, 1997: 30). Finansal serbestleşme ile M1 ve M2 gibi parasal büyüklükler belirsiz hale geldiği için bu parasal büyüklükleri kullanmak enflasyon hedeflemesi açısından etkin olmamaktadır.

Tablo 2: 1990-1994 Para Programı Hedefleri ve Gerçekleşmeler (%)

	1990 PH	1990 G	1991 G	1992 PH	1992 G	1993 PH	1993 G	1994 PH	1994 G
Bilanço	12-22	24.1	58.9	37-47	85	-	60	-	142
Top.İç Yükümlülük	15-25	21.6	66.6	38-48	101	-	49	-	73
Top.İç Varlık	6-16	11.9	64.3	27-39	75	-	55	-	106
MBP	35-48	26.6	82.6	40-50	100	-	46	-	51
TEFE	-	53	59	-	62	-	58	-	120
Döviz pozisyonu(milyar\$)	-	-3.90	-2.75	-	-1.59	-	-2.29	-	-3.94

Kaynak: Baydur, Süslü, 2002.

Tabloda 2'de görüldüğü üzere merkez bankası 1990 yılında bilanço büyüklük artışını kontrol edebilmiştir. Merkez Bankasının 1990 yılında kamuoyuna ilan ettiği para programında, toplam iç varlıklar ve toplam iç yükümlülükler, hedeflenen

sınırlar içinde kalmıştır. Bilanço büyüklüğü hedeften çok az sapma göstermiş ve Merkez Bankası parası ise, hedef düzeyinin altında kalmıştır. Banka, iç kredilerini denetim altında tutmuş ve kamu kesiminin borçlanması ihtiyacına rağmen Hazine bu ihtiyacını piyasadan karşılayabilmiştir. Böylece Merkez Bankasının toplam iç varlık artışı yılsonunda %11,9 düzeyinde gerçekleşmiştir. Tabloda görüldüğü 1990 yılı hariç bilanço büyüklüğünü kontrol edememiştir. Bu kontrolü sağlayamamasının sebebi kamu açıklarının artması ve bu açıkların kapatılması için MB kaynaklarına başvurulmasıdır.

1995 yılının ilk on ayında uygulanan politika 1994 yılının ikinci yarısında uygulanan politikanın devamı şeklindedir. 1995 yılının para politikasında kurların enflasyonla mücadele için nominal bir çapa olarak kullanılması sürdürülmüş, net uluslararası rezervlerini ve net iç varlıklarını hedef olarak alan bir çerçeve benimsenmiş ve bu yılın ilk on ayında uygulanmıştır. Ekim ayı içinde ortaya çıkan seçim atmosferi ile değişiklik meydana gelmiş, yılın son iki ayındaki para politikası temelde seçim atmosferi nedeniyle ortaya çıkan belirsizliklerin azaltılmasına yönelik önlemler şeklinde olmuştur. Ekonomide belirsizlikler artmış ve enflasyonda artış olmuştur (önder, 2005: 197)

1995 yılında IMF ile yapılan Stand-by anlaşması gereği net iç varlıklar hedeflenmiştir. Bu çapa değişimin sebebi ise rezerv para büyüklüğünün yorumlanması ve kamuoyuna duyurulmasının anlaşılır olması, orta vadeli para talebinin de iyi bir göstergesi olması ve rezerv paranın daha istikrarlı olmasıdır (TCMB, 1998b: 63). Aşağıda görüldüğü gibi hedeflenen değerlere ulaşılmıştır.

Tablo 3: 1994-1995 Parasal Program Hedefleri ve Gerçekleşmeleri

Milyar TL	1994		1995	
	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme	Hedef
Rezerv Para	185.7	-	343.5	-
Net Dış Varlık	-22.2	-	53.1	-
Bankaların Döviz Tev.	97.6	-	102.6	-
Net İç Varlıklar	305.5	293	393.1	366.3

Kaynak: Baydur, Süslü, 2002.

2.2. 1996-2000 Dönemi Para Politikası

1995 yılı sonunda erken genel seçim yaşanması, gümrük birliğine girilmesi, yıl içinde yaşanan hükümet değişiklikleri ve IMF ile yapılan Stand-by anlaşmasının sona erdirilmesi gibi nedenler ekonomideki belirsizlikleri artırmış ve enflasyon yine yükselme eğilimine girmiştir. Bu nedenle 1996 yılında izlenen para politikasının temelini finansal piyasalarda istikrarın sağlanmasına ve korunmasına yönelik olmuştur (Kesriyeli, 1997: 29). TCMB 1996 yılı para programı ile Merkez Bankası iç varlık artışını sınırlamayı ve dış varlık artışı karşılığı Türk lirası yükümlülük yaratmayı öngörmüştür. Merkez bankası rezerv para artışını kontrol altında tutarken, rezerv paradaki artışı net dış varlıklar ile ilişkilendirmeye çalışmıştır.

1997 yılı para politikası uygulaması finansal piyasalarda istikrarın sağlanması hedefine odaklanmıştır. TCMB döviz ve TL piyasalarındaki dalgalanmaların veya hızlı hareketlerin önüne geçmeye ve reel sektörde ekonomik büyümenin kesintiye uğramadan sürdürülmesine katkıda bulunmaya çalışmıştır.

Tablo 4: 1996-1997 Parasal Program Hedefleri ve Gerçekleşmeleri.

Milyar TL	1996		1997	
	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme	Hedef
Rezerv Para	80	-	78	-
Net İç Varlıklar	-10	-	-48	-
Net Dış Varlıklar	148	-	116	-
TEFE	84	-	91	-

Kaynak: Baydur, Süslü, 2002.

Tabloda 4’de görüldüğü gibi, MB rezerv parayı enflasyona paralel bir şekilde yönlendirmeyi başarmış ve iç varlıklarını kontrol edebilmektedir. İç varlıklardaki azalma ile beraber para artışının kaynağı dış kaynak olmuştur.

TCMB 1998 yılı para politikası ile geçmiş yıllarda olduğu gibi hem mali piyasalarda istikrarı gözetmiş, hem de enflasyon ile mücadelede daha kararlı bir tutum sergilemeyi hedeflemiştir. 1998 yılı Maliye Politikasında faiz dışı dengede ciddi bir iyileşme öngörülmüştür. TCMB 1998 yılı para politikası ile enflasyon mücadelesi ve istikrar hedeflerinin gerçekleştirilmesi kapsamında yılın ilk üç ayı, ikinci üç ayı ve ikinci altı ayı için para programları açıklamıştır. Bu programlarda içsel ve dışsal ekonomik değişkenler neticesinde hedef ve öncelikleri yıl içinde değişmiştir. Ocak ayı içinde açıklanan para programı, üç aylık dönem için ilk üç ayı için açıklanan para programında rezerv para büyüklüğü hedeflenmiştir. 1998 yılında da rezerv para büyümesinin kaynağı dış varlık artışı olması amaçlanmıştır. Ayrıca Rezerv para artış hızının, enflasyon ve büyüme oranı ile tutarlı olmasına çalışılmıştır. Bu dönemde net iç varlıklarda azalış olmuştur. Bu azalışın nedeni hazinenin, dönem boyunca Merkez Bankasından kısa vadeli avans kullanamaması, Merkez Bankasının, diğer kamu kuruluşlarına kredi kullandırmaması ve açık piyasa işlemleri (APİ) yoluyla piyasalara verilen likiditedeki azalmadır.

Tablo 5: 1998 Yılı Para Programı

	31 Mart		30 Haziran		31 Aralık	
	Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme
Artış Hızı (%)	18-20	17.3	14-16	13.1	-	-
Rezerv Para	-	-	-	-	700	579
Net İç Varlık (Trilyon TL)	-	-	-	-	700	579

Kaynak: www.tcmb.gov.tr/Sürekli Yayınlar/1998 Yıllık Rapor.

Tablo 5’de görüldüğü gibi ilk altı ayda hedeflenen değerlere ulaşılmıştır. Enflasyon ile mücadelede hükümet kararlılığı göstermek için ve kredi kazanabilmek için 26 Haziran 1998’de IMF ile Yakın İzleme Antlaşması imzalamıştır. Bütün olumlu gelişmelere rağmen 1998 yılının ikinci yarısındaki Rusya krizi MB’yi çapa değiştirmek zorunda bırakmıştır. Merkez bankası çapa olarak Net İç Varlığı hedeflemiştir. Net İç Varlıklar merkez bankası ile mali sistem arasındaki net kredi ilişkisini gösterdiğinden rezerv paraya göre daha ideal bir çapadır (Baydur ve Süslü, 2002: 21).

1999 yılında TCMB’nin uyguladığı para politikası, 1998’de olduğu gibi, mali piyasalarda istikrarı sağlamayı ve enflasyonun kontrol altında tutulmayı amaçlamıştır. 1999 yılında enflasyonun kontrol altında tutulmasına öncelik verilerek, kur politikasının, bu amaca uygun olarak, hedeflenen enflasyonla tutarlı olmasına özen gösterilmiştir. Ancak yaz aylarından sonra belirsizliklerin azalmasıyla birlikte, TCMB kur politikasını yılsonu için hedeflenen enflasyona göre değil, gerçekleşen enflasyonu dikkate alarak yürütmüştür (Önder, 2005: 216). Merkez bankası net iç varlıkları azaltmaya ve rezerv para artışını da dış varlıklara dayandırma politikaları devam etmiştir (Baydur ve Süslü, 2002: 21). 1999 yılı Haziran ayında IMF ile yapılan görüşmelerde Yakın İzleme Anlaşmasının programa bağlı ve mali destekli bir Stand-by anlaşmasına dönüştürülmesi benimsenmiş ve 2000- 2002 döneminde uygulanacak Makro- Ekonomik politikaların çerçevesi çizilmiştir.

1999 sonu ve 2000 yılının başında kamuya açıklanan niyet mektubu açıklanmıştır. Bu niyet mektubu üç yıllık bir dönemi kapsayan enflasyonu düşürme

programı, maliye, gelirler, kur ve para politikalarının yanı sıra yapısal düzenlemeleri de kapsamaktadır.

Kamu finansman dengesinin bozulması ve reel faizlerin yüksek seviyesini koruması nedeniyle borç stokunun yükselmesi, enflasyonun hızlanma eğilimine girmesi ve ekonomik daralmanın sürmesi, 2000 yılında orta vadeli kapsamlı bir programın uygulanması ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. Türkiye ekonomisinde 2000 yılındaki gelişmelerin temel belirleyicisi, yılbaşında uygulamaya konulan “Enflasyonu Düşürme Programı” olmuştur. Bu programın orta vadeli amaçları aşağıdaki gibi belirlenmiştir (TCMB, 2000: 1):

- Üç yıllık bir sürenin sonunda enflasyonu tek haneli rakamlara indirmek.
- Reel faiz oranlarını makul bir düzeye düşürmek.
- Ekonominin büyüme potansiyelini artırmak.
- Ekonomideki kaynakların daha etkin bir şekilde kullanımını sağlamak.

Enflasyonu düşürme programının üç temel özelliğın olması gerektiğini ileri sürülmüştür. Bunlar (TCMB,2000:1);

- Sıkı maliye politikası uygulayarak faiz dışı fazlanın artırılması yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve özelleştirmenin hızlandırılması;
- Enflasyon hedefleriyle uyumlu bir gelirler politikasının uygulanması;
- Ekonomik birimlere uzun vadeli bir bakış açısı kazandırmak için enflasyonun düşürülmesine odaklanmış, kur ve para politikalarıdır.

Merkez Bankası, programda belirlenen para ve kur politikası çerçevesinde 2000 yılında Net İç Varlıklarını Merkez Bankası, programda belirlenen para ve kur politikası çerçevesinde 2000 yılında Net İç Varlıklarını, değerleme hesabı hariç, - 1.200 trilyon Türk lirasında sabitlemiş ve para tabanının +/-5'ini oluşturan bir band içerisinde dalgalanmasına izin vermiştir. Bu band sayesinde net iç varlıkların kısa dönemler itibariyle, piyasa koşullarına uyum sağlayabilmesi amaçlanmıştır. Bu niyet mektubu ile net iç varlıklar değişkeni 2000 yılı boyunca performans kriteri olarak belirlenmiştir (Baydur ve Süslü, 2002: 21).

Türkiye’de 2000 yılı enflasyonu düşürme programında döviz kuru çapa olarak kullanılmıştır. Döviz kuru, enflasyon beklentilerini kırmak için çapa olarak

kullanılan çapadır. Böylece, ticarete konu olan mal fiyatlarının ve bekleyişlerin etkilenecek enflasyonun düşürülmesi, dolayısıyla faiz oranlarının makul seviyelere indirilmesi amaçlanmıştır.

2000 yılı programı dış şokların olmadığı varsayımı altında iki çeşit risk taşımaktaydı. Birinci risk, diğer ülke programlarında da karşılaşılan reform yorgunluğu ve mali reformların gerçekleştirilmesi için gerekli performans kriterinin yerine getirilmemesiydi. İkinci risk, ani para çıkışı sonucu piyasada oluşacak likidite ihtiyacının merkez bankasının para ve kur programı gereği müdahale edememesi nedeniyle bankaların gecelik piyasalarda fonlama yapma imkânının daralması ve böylece bankaların kırılganlığının artmasıydı. Programın uygulama aşamasında her iki riskle karşı karşıya kalınmıştır (Kansu, 2006: 180).

2000 yılında yürürlüğe konan program dahilinde Kasım 2000'e kadar likidite yönetimi kamuoyuna açıklanan program kuralları dahilinde, önceden ilan edilen hedefler doğrultusunda yapılmıştır. Faizler hızla düşmüş, faizlerdeki hızlı düşüş ve bekleyişlerin iyileşmesi tüketici kredilerinde ve iç talepte patlama yaratmıştır. Türk lirasının değer kazanmasına ilave olarak uluslararası piyasalarda petrol fiyatlarının artışı cari işlemler açığında artışa neden olmuştur. Program süresince, kamu bankalarının geçmiş görev zararlarının çözümüne yönelik önlemler alınamamıştır. Finans sektörü 2000 yılında riskli açık pozisyonlarını artırmış ve vade uyumsuzluğuna sahip portföyler tutmuştur. Tüm bu faktörler Kasım 2000 krizinin ortaya çıkmasına sebep olmuşlardır. Döviz talebi nedeniyle piyasalarda Türk Lirası ihtiyacının artması sonucu TCMB'nin tüm önlemlerine karşın, para piyasası faiz oranları % 100'ün üzerine yükselmiştir. Uygulanan programın gereği olarak TCMB, döviz talep eden bankalara Türk Lirası karşılığı döviz satmaya başlamıştır. Döviz talebi sonucunda piyasadaki Türk lirası likidite azalmış, özellikle para piyasası faiz oranları yükselmiştir. Krizin esnasında likidite sıkışıklığı yaşanmıştır. TCMB likidite sıkışıklığı yaşan bankalara fonlama yapması Net iç Varlıklar ve Net Uluslararası Rezervler hedeflerinin aşılmasına neden olmuştur. Kasım 2000 krizi banka sektöründe yaşanan likidite krizidir. Yaşanan kriz nedeniyle para politikasının güvenilirliği zarar görmüştür.

2000 yılı programının başlangıcından itibaren başlayan bir takım sorunlar kasım ayında krize dönüşmüş ve krizin geçici önlemlerle giderilmesi mümkün olmuştur. Ancak, ilerleyen dönemlerde derinleşen sorunlarla birlikte siyasi istikrarsızlığın yaşanması sabit kurun 22 Şubat 2001 tarihinde serbest dalgalanmaya bırakılması ve böylece programın kriz nedeniyle terk edilmesine yol açmıştır (Kansu, 2006: 1997).

2.3. 1990-2000 Döneminin Değerlendirilmesi

Sonuç olarak 1990-2000 yıllarının genel olarak değerlendirmesini yaparsak: 2001 yılı öncesinde aktif bir para politikası yürütme olanağı olmayan merkez bankası finansal piyasalarda istikrar sağlamaya çalışmıştır. Bu 2001 öncesi dönemde merkez bankası iletişiminde iki unsur belirleyici olmuştur.

TCMB büyüme, ihracat, istihdam gibi birçok değişkeni, hatta zaman zaman birbiriyle çelişen pek çok amacı aynı anda gözetmek zorunda kalmıştır. Yani 2001 yılı öncesinde TCMB için ne yasal olarak ne de uygulamada politika önceliğinin tanımlanmamış olması ilk unsurdur. İkinci unsur ise Merkez Bankasının kamu kuruluşlarına, özellikle Hazineye kredi vermek suretiyle hükümetin bütçe açıklarını finanse etmekle yükümlü tutulmuş olmasıdır. Bütçe açıkları için merkez bankasının kaynaklarının kullanılması merkez bankası bağımsız politika uygulamalarını engelleyen bir durumdur. Bağımsızlığın, tam anlamıyla şeffaflığın sağlanamaması etkin bir iletişim stratejisinin oluşumunu engellemiştir.

Artan finansal hareketler ve para ikamesi parasal büyüklüklerin hedefinin tutturmasını giderek zorlaştırmıştır. Bu durum hedeflerin giderek küçülmesine neden olmuştur. Dolayısıyla hedeflenen parasal büyüklükler tutsa bile, parasal büyüklükleri hedefleyerek fiyat istikrarını sağlama şansını ortadan kalkmıştır. Bu açıdan parasal büyüklükler fiyat istikrarı hedefine ulaşmada sağlıklı iletişim özelliklerini yeterince yerine getirememişlerdir.

Politika uygulamalarında farklı hedeflerin olması hatta birbiriyle çelişen hedeflerin olması, net bir hedefin ve yasal bağımsızlığın olmaması merkez bankası tarafından verilen mesajların tutarlılığını oluşturmasını zorlaştırmıştır. 1990 yılı sonrasında Körfez Savaşı, erken seçim ve ekonomide giderek artan belirsizlik ortamına da bağlı olarak uygulanmakta olan para ve kur politikalarının güçlü bir iletişim yapılamamıştır. Sadece 1990 yılında açıklanan programdan sapma görülmemiş.

2000 yılında yapılan program ile merkez bankasının enflasyonla mücadelede bir misyon verilmesi iletişim strateji oluşturma çabasına katkı sağlamıştır. Yani merkez bankasının iletişim stratejisi, belirli bir döviz kuru seviyesinin taahhüt edilmesi ile parasal büyüklük ile kur sepetinin değeri ile ilgili uygulama sonuçlarının kamuoyuna duyurulmasıdır.

Kamu borçlanması ve yüksek faizler, iç tasarruflardaki yetersizlik, ödemeler dengesindeki açıkların getirdiği yoğun dış kaynak kullanımı, para ikamesi ve kronik enflasyon ve bunun üstüne gelen şoklar, TCMB'nin kurlara müdahalesini zorunlu kılmaktadır. Türkiye Ekonomisi'nde kur, faiz ve enflasyon arasındaki işleyiş mekanizması serbest kur sisteminde bile TCMB kura müdahale etmeyi zorlayıcı niteliktedir. Örneğin 2001 yılından itibaren örtük olarak uygulanan enflasyon hedeflemesinin başarısı kurlardaki istikrarla yakından ilgilidir. Kurlardaki istikrarsızlık sadece mal-hizmet fiyatlarını etkileyerek enflasyon hedeflemesi politikası ile çelişmez. Daha önemlisi Türkiye'de kurlardaki istikrarsızlıkların faizleri yükselterek kısa vadeli iç borçlanmanın döndürülmesini zorlaştırması ve bu problemin getireceği beklentilerdeki değişiklikler, Türkiye ekonomisini kötü dengelere götürebilmektedir. Dolayısıyla döviz kurunu dikkate almayan enflasyonist programın, enflasyonist beklentileri etkileme şansı yoktur. Diğer bir deyişle para politikası kuru ve kur hareketlerini göz ardı edilerek yürütülemez. Çünkü Türkiye Ekonomisinin temel problemi döviz cinsinden borç stokunun yüksek olması, bu borçların kısa vadeli oluşu, dışa açıklık oranının, yabancı girdi kullanımının ve para ikamesinin yüksek olmasıdır. Bu durum döviz kurunu stratejik bir değişken haline getirmiştir. Bununla birlikte mali kesimdeki zayıflık, sermaye hareketlerinin getirdiği

dalgalanma Türkiye Ekonomisi için döviz kurunu önemli bir iletişim aracı haline getirmektedir.

3. TCMB 2001-2009 Dönemi Para Politikaları

2000 yılında döviz kuruna dayalı yeni bir ekonomik program yürürlüğe konulmuştur. Ancak ekonomik programın öngördüğü yapısal değişimin istenilen düzeyde gerçekleştirilememesi nedeniyle 2000 yılının sonlarında ekonomide bir güven kaybı başlamıştır. Güven kaybının derinleşmesi ile ortaya çıkan 2001 Krizi neticesinde döviz kuruna dayalı istikrar programına son verilmiştir.

2001 yılında yaşanan ekonomik kriz sonucunda, 22 Şubat 2001 tarihinde dalgalı kur rejimine geçilmiştir. Kriz sonrasında ekonomide yapısal bir dönüşüm süreci başlamıştır. 2001 yılı aynı zamanda, enflasyon ile mücadele için de dönüm noktasıdır. Yapısal dönüşüm sürecinin başında Merkez Bankası Kanunu'nda önemli değişiklikler yapılmıştır. 25 Nisan 2001 tarihinde gerçekleştirilen değişikliklerden en önemlisi Merkez Bankasının temel amacının fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olduğunun Yasasında açıkça tanımlanması olmuştur. Merkez Bankası Kanunu'nda gerçekleştirilen diğer bir değişiklik Merkez Bankasının Hazine ile diğer kamu kurum ve kuruluşlarına avans vermesinin, kredi açmasının ve bu kuruluşların ihraç ettiği borçlanma araçlarını birincil piyasadan satın almasının yasaklanmasıdır. Yani merkez bankası finansman ihtiyacını karşılayan kaynak olarak kullanılması engellenmiştir. 2002 yılından itibaren enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamasına geçilmiştir. 2002-2005 yıllarında örtük enflasyon hedeflemesi uygulanmıştır. 2006'dan günümüze kadar açık enflasyon uygulamasına geçilmiştir. Bu yıllar itibariyle gelişmelerin daha iyi anlaşılabilmesi için 2001-2005 ve 2006-2009 dönemi şeklinde incelenebilir.

3.1. 2001-2005 Dönemi Para Politikası

2000 Kasım krizi ile faizler yükselmiş, bankacılık sisteminin mali yapısı bozulmuştur. Reel kesimde de olumsuz etkileri yaşanmış ve iktisadi birimlerin beklentileri kötüleşmiştir. Şubat ayında yaşanan siyasi çekişme Türkiye ekonomisinde krizi tetiklemiştir. 2001 Şubat krizi yaşanmıştır. Şubat 2001 krizi döviz krizidir. 2001 krizi ile bankacılık ve ödeme sistemleri tam bir çöküşün içine girmiştir. Yaşanan bu kriz ile yeniden yapılanma döneminin başlangıcı olmuştur. Hem merkez bankacılığında hem de makro ekonomik alanda kalıcı yapısal bir dönüşümün gerektiği toplumun tüm kesiminde kabul görmüştür.

Krizlerden sonra Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı uygulamaya konulmuştur. GEGP'nin temel amaçları: bankacılık sektörüne ilişkin tedbirlerin süratle alınarak mali piyasalardaki belirsizliğin azaltılması, buna bağlı olarak faiz oranları ile döviz kurlarında istikrarın sağlanması, iktisadi etkinliği sağlayacak yapısal reformların gerçekleştirilmesi, makroekonomik politikaların enflasyonla mücadelede etkin bir şekilde kullanılması, sürdürülebilir büyüme ortamının temin edilmesi olarak belirtilmiştir. Güçlü Ekonomiye Geçiş programı 2002-2004 yılların kapsayacak şekilde yapılmıştır. Ayrıca ekonominin şoklara karşı dayanıklılığının artırılması ve olası krizlere karşı kırılganlığının azaltılması temel alınmıştır (Önder, 2005: 233-235).

Tablo 6: 2001-2004 Yılları Para Programı Göstergeleri

	2001	2002	2002	2003	2003	2004	2004
	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme
TÜFE	68.0	35.0	29.7	20.0	18.4	12.0	9.3
GSMH	-9.4	3.0	7.9	5.0	5.9	5.0	9.9
Faiz Dışı Fazla / GSMH	5.7	6.5	3.9	6.5	6.2	6.5	~6.9
Net Borç Stoku / GSMH	92.0	81.0	78.6	73.0	70.5	69.0	~65.0

Kaynak: www.tcmb.veri dağıtım sitesi

Tabloda 6'da görüldüğü gibi 3 yıllık program boyunca enflasyon yıllık hedeflerin altında kalmıştır. Büyüme öngörülenin üzerinde gerçekleşmiş ve borç

stokunda gerileme yaşanmıştır. Bütçe disiplini ve yapısal reform süreci bu olumlu gelişmelerin yaşanmasında temel faktör olmuştur.

TCMB 2001 yılı yapısal reform değişikliği ile modern merkez bankacılığı yapısına kavuşturulmuştur. TCMB temel amacı olarak fiyat istikrarının belirlenmiş ve belirlenen hedefe ulaşabilmesi için para politikası araçlarını bağımsız olarak kullanabilme yetkisi verilmiştir. Merkez bankası bağımsızlığı beraberinde sorumluluk ve hesap verebilirliği getirmiştir. İletişim politikası açısından da bir gelişme yaşanmıştır. TCMB'nin para politikasına ve faiz oranlarına ilişkin kararlarını detaylı basın duyuruları ile açıklamaya başlamıştır. Ayrıca TCMB'nin belirlenen enflasyon hedeflerine ilan edilen sürede ulaşamaması durumunda, bunun nedenlerini ve alınması gereken önlemleri hükümete yazılı olarak bildirme ve kamuoyuna açıklama yükümlüğünün olması hesap verebilirliğinin ve şeffaflığının bir göstergesidir. Kısacası 2001 yılı modern merkez bankacılığının gelişmesi açısından önemli gelişmelerin olduğu yıldır.

4 Nisan 2001 tarihinde yürürlüğe giren 4651 sayılı kanunla, Avrupa Birliği normları ve dünyada merkez bankacılığı alanındaki son gelişmeler dikkate alınarak 1211 sayılı Kanun'un on dört maddesinde değişiklik yapılmış, yedi maddesi yürürlükten kaldırılmış ve yeni bir madde eklenmiştir. Yasal değişikliğin temel amacı, Merkez Bankası'nın para politikası uygulaması konusundaki bağımsızlığının güçlendirilmesidir. Yapılan ampirik çalışmalarda, merkez bankalarının bağımsızlığı ile enflasyon arasında doğrudan bir ilişki olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu çerçevede, bir ülkenin merkez bankası ne kadar bağımsız ise o ülkede enflasyonun hem düzeyi, hem de dalgalanması genellikle o kadar düşük olmaktadır. Yeni Merkez Bankası Yasası ile getirilen temel değişiklikler şu şekilde özetlenebilir.

Bir bağımsızlık ölçütü olarak, TCMB'nin temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu ve TCMB'nin para politikasının belirlenmesinde ve uygulanmasında tek yetkili ve sorumlu olduğu hükme bağlanmıştır. Banka araç

bağımsızlığını kazanırken, enflasyon hedefini Hükümetle birlikte belirleme görev ve yetkisiyle donatılmıştır¹.

TCMB'ye fiyat istikrarını sağlamanın temel amaç olarak verilmesinin ve TCMB'nin bu amacın gerçekleştirilmesi için para politikalarının belirlenmesi ile uygulanmasında tek yetkili ve sorumlu kılınmasının zorunlu bir sonucu olarak, kamuoyuna karşı hesap verilebilirlik ve şeffaflık ilkelerinin de en üst düzeyde gerçekleştirilmesi benimsenmiştir. Bu çerçevede, TCMB Başkanı (Guvernör) tarafından, Banka faaliyetleri ile uygulanmış ve uygulanacak olan para politikaları hakkında her yıl Nisan ve Ekim aylarında Bakanlar Kurulu'na rapor sunulması öngörülmüştür. Ayrıca, yılda iki kez Türkiye Büyük Millet Meclisi Plan Bütçe Komisyonu'nun para politikaları uygulamaları ile ilgili olarak bilgilendirilmesi esası benimsenmiştir. Şeffaflığın gerçekleştirilmesi ve kamuoyu denetiminin artırılması için, Banka'nın para politikası hedefleri ve uygulamalarına ilişkin olarak dönemsel raporlar hazırlayarak kamuoyuna duyurması, belirlenen hedeflere ilan edilen sürelerde ulaşılmaması ya da ulaşılamama olasılığının ortaya çıkması hallerinde nedenlerinin ve alınması gereken önlemlerin Hükümet'e yazılı olarak bildirilmesi ve kamuoyuna açıklanması hükmü eklenmiştir. Banka'nın işlem ve hesaplarının bağımsız denetim kuruluşları tarafından denetlenmesi de yeni yasayla kararlaştırılmıştır. Fiyat istikrarının gerçekleştirilmesinde etkinlik sağlanması amacıyla, dünyadaki uygulamalar da göz önüne alınarak Para Politikası Kurulu oluşturulmuştur.

2002 yılı başından itibaren ise dalgalı kur rejimi altında nominal çapa olarak Para Tabanının ve para politikası aracı olarak faizlerin etkin bir şekilde kullanılması temeline dayanan para politikası bu dönemde de sürdürülmüştür. TCMB nihai hedefi olan fiyat istikrarını sağlamak ve bu hedefle uyumlu olarak finansal istikrarı artırmak amacına yönelik uygulamalarına devam etmiştir (TCMB, 2002: 15).

TCMB parasal hedeflemeye ek olarak nihai hedefi olan fiyat istikrarı ile tutarlı bir enflasyon hedeflemesine resmi olarak geçmeden önce "Örtük Enflasyon

¹ Bu konuda daha geniş bilgi için 2001 yılında çıkarılan TCMB kanununa bakılabilir.

Hedeflemesi Politikası” izleyeceğini açıklamıştır. Böylece örtük enflasyon hedeflemesinin para tabanı yanında güçlü bir çapa işlevi görmesi amaçlanmıştır. 2002 yılında TCMB bünyesinde İletişim Genel Müdürlüğünün kurulması ile Merkez Bankası iletişim stratejisinin enflasyon hedeflemesi rejiminin de gerektirdiği gibi kurumsal bir yapıya kavuşturulması yönünde önemli bir gelişmedir.

2002 yılında yaşanan siyasi belirsizlikler ve seçimlere rağmen para politikasına ilişkin tüm hedefler tutturulmuştur. Bu başarının nedenleri arasında uygulanan sıkı maliye politikası ve sadece enflasyon odaklı para politikası uygulaması gösterilmektedir.

2002 yılında uygulanmaya başlanan örtük enflasyon hedeflemesi politikasına 2003 yılında da devam edilmiştir. TCMB dalgalı kur rejimi altında kısa vadeli faiz oranlarını enflasyonla mücadelede temel politika aracı olarak kullanmaktadır. 2003 yılı Nisan, Haziran, Eylül ayları sonuna ilişkin tüm performans kriterleri tutturulmuş ve gösterge niteliğindeki hedeflere ulaşılmıştır (TCMB, 2003: 23).

2002-2003 yılında enflasyonla mücadelede ve ekonomik istikrar sağlanılmasında başarılı olunmuştur. Bu yılda hem enflasyon düşmüş hem de yüksek büyüme hızlarına ulaşılmıştır. Ayrıca öngörülen enflasyon hedefinin tutturulması enflasyon hedefinin güvenilir bir nominal çapa olma özelliğini arttırmıştır.

Merkez Bankası 2004 yılında da dalgalı kur rejimi altında, örtük enflasyon hedeflemesine devam etmiştir. Bu çerçevede parasal büyüklüklere de dikkat edilerek, enflasyonun hedeflenen düzeye yaklaşmasına çalışılmıştır. Kurlar piyasa koşullarında oluşmaktadır.

2004 yılı enflasyon hedefi %12 olarak belirlenmiştir. 2004 yılına girilirken enflasyon bekleyişleri ile hedef arasındaki fark 1,9 puana düşmüştür. Söz konusu rakam 2002 ve 2003 yıllarına girilirken sırayla 15,1 ve 4,7 düzeyindeydi. Bu veriler, 2004 yılında enflasyondaki düşüş eğilimi, hedeflenen şekilde süreceğine ilişkin inançların giderek güçleneceğine işaret etmektedir.

2005 yılında da olumlu gelişmeler devam etmiştir. 2005 yılında enflasyon hedeflenenin altında gerçekleşmiştir. Ekonomik programın uygulanmasındaki kararlılığa bağlı olarak güven ortamının güçlenmesi, mali disiplinin sağlanması, yapısal reformlara devam edilmesi, Yeni Türk Lirası'nın güçlü bir seviyede bulunması ve faizlerin düşüşünün devam etmesi olumlu gelişmelerin nedenleridir. 2005 yılında paradan altı sıfır atılması Türk parasına olan itibar artmıştır.

2005 yılında para politikası karar alma mekanizmasının daha kurumsal bir yapıya kavuşturulması ve öngörülebilir ve şeffaf hale getirilmesi yönünde uygulamalar başlatılmıştır. TCMB'sı finansal istikrara ilişkin değerlendirmelerini şeffaflık ilkesi doğrultusunda, 2005 yılından itibaren yılda iki kez Finansal İstikrar Raporu yayınlamaktadır. Bu rapor ile finansal istikrar değerlendirmelerini kamuoyu ile paylaşarak sisteme ilişkin kırılganlıklar ve riskler konusunda uyarılarda bulunmaktadır. TCMB 2005 yılından itibaren para politikası kurulunun toplantı tarihlerini önceden açıklamaya başlamıştır. Bu ile para politikası kararlarının öngörülebilirliğinin arttırılarak para politikasının etkinliğinin artırılması amaçlanmıştır. Ayrıca faiz kararının gerekçesi, TCMB'nin ekonominin genel görünümüne ilişkin değerlendirmeleriyle birlikte, "Enflasyon ve Görünüm" başlıklı basın duyurusu ile açıklanmıştır.

2005 yılının genel değerlendirmesini yapacak olursak: enflasyondaki düşüş geçtiğimiz dört yıla göre yavaşlamıştır. Fakat para politikasının ihtiyatlı duruşu, bütçe disiplininin devam etmesi, gerçekleşen enflasyonla beklenen enflasyonun uyumlu olması sonucu enflasyon bekleyişleri olumlu olmuştur.

Yapısal reformlarda meydana gelen gelişmeler, bütçede üç yıllık planlamaya geçilmesi, orta vadeli programın kararlılıkla sürdürülmesi, gerçekleştirilen para reformu ve finansal istikrarın güçlenmesi gibi gelişmeler risk primini düşürerek Yeni Türk Lirası yatırım araçlarına olan talebi artırmıştır.

3.2. 2006-2009 Dönemi Para Politikaları

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2002 yılı başında para politikasına ilişkin yaptığı duyuruda temel hedeflerinin enflasyon hedeflemesine geçmek olduğunu söylemiştir. Fakat enflasyon hedeflemesine geçmeden önce ekonomide bazı koşulların yerine gelmesi gerektiği ve bu şekilde başarılı ve güvenilir olacaklarını ifade etmiştir. Bu sebepten dolayı örtük enflasyon hedeflemesi uygulanmıştır.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), Ocak 2006 itibarıyla enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiştir. Enflasyon Raporu, yeni dönemde Para Politikası Kurulunun temel iletişim araçlarının başında gelmektedir. Rapor'da, genel makroekonomik gelişmeler enflasyonun orta vadede alacağı eğilime ışık tutacak şekilde değerlendirilmekte ve geleceğe yönelik öngörüler sunulmaktadır. Enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle enflasyon raporu TCMB temel iletişim aracıdır. 2006 yılı boyunca Ocak, Nisan, Temmuz ve Ekim aylarında dört defa Enflasyon Raporu yayımlanmıştır. Rapor'ların ana mesajları, her defasında basın toplantıları aracılığıyla kamuoyu ile paylaşılmıştır.

Kamuoyu tarafından kolay anlaşılabilirliği ve iletişim açısından avantajları göz önüne alınarak enflasyon hedefi "nokta hedef" olarak belirlenmiştir. TCMB enflasyon hedeflerini üç yıllık bir süre için belirlemiştir. Enflasyon hedefi TÜFE ve hedefler Nokta Hedef olarak seçilmiştir. Bunun sebebi bu tür nokta hedeflerin kolay anlaşılabilir olması; dolayısıyla iletişim açısından avantajlı ve beklentileri yönlendirmede daha etkili olmasıdır. Nokta hedef etrafında belirsizlik aralığı belirlenmiştir. 2006 yılı için belirsizlik aralığı her iki yönde 2 puandır (TCMB, 2006: 21).

Bu belirsizlik aralığını bu şekilde belirlemesinin sebebi ise hedeften sapma olunca merkez bankası hükümete yazılı olarak bildir ve kamuoyuna açıklama yapar. Ancak burada, hedeften hangi oranda sapılması durumunda hesap verme mekanizmasının devreye gireceği tanımlanmamıştır. Merkez Bankası, bu

mekanizmayı netleştirmek ve uygulanabilirliğini sağlamak için, bu belirsizlik aralığını oluşturmuştur.

Enflasyon hedeflemesinin genel çerçevesini açıklayan metinde enflasyon hedefinin, sadece para politikasının denetimi dışındaki unsurlara bağlı olarak hedeflerden çok büyük ve uzun süreli sapmalar görüleceğinin belirlenmesi ve orta vadeli hedeflerin anlamsız kalması durumunda değişeceği belirtilmiştir. Geçici şokların, enflasyon hedeflerinin değil enflasyon tahminlerinin değiştirilmesine yol açacağı ve böylesi bir durumda ekonomik birimler için referans değer kısa vadede enflasyon tahminleri, orta vadede ise enflasyon hedefi olacağı vurgulanmıştır. 2006 yılında yaşanan arz yönlü şokun ardından bu yaklaşım uygulamaya geçirilmiştir. Ekonomik birimler 2006 yılsonu hedefini değil, Merkez Bankası'nın 2006 sonu için açıkladığı tahminlerini referans olarak almıştır. 2006 yılsonu enflasyon beklentileri Merkez Bankası'nın öngörülerine paralelinde oluşmuştur. Merkez bankası 2006 yılında hedeflerini değiştirmek yerine, hedeflerine ulaşamamasının nedenlerini açıkça kamuoyuna anlatmış ve hedefe yakınsama süresiyle ilgili öngörülerini kamuoyu ile paylaşmıştır. Sık sık hedef değiştirmenin enflasyon beklentilerini ve fiyatlandırma davranışlarını olumsuz etkileme potansiyeli taşıdığını ve ilerisi için verilen taahhütlerin güvenilirliğini azaltabileceğini düşünmektedir.

Enflasyon hedeflemesinin ilk yılında bir dizi arz sokuyla karşılaşmış ve enflasyon hedefle uyumlu patikanın üzerine çıkmıştır. Merkez Bankası hedeften sapmanın nedenlerini Hükümete yazdığı açık mektuplar aracılığıyla anlatmış, enflasyonun tekrar hedefe doğru yönelmesi için gerekli tedbirleri almış ve hedefe yakınsama süresine ilişkin değerlendirmelerini kamuoyuyla açık olarak paylaşmıştır. Bu uygulamalar para politikasının iletişimini güçlendirmiş ve beklentilerin şekillenmesinde etkili olmuştur. Böylelikle para politikası uygulamalarında şeffaflık, hesap verebilirlik, güvenilirlik sağlanmıştır.

TCMB 2007 yılında para politikasını enflasyon hedeflemesi rejimi esasları çerçevesinde uygulamaya devam etmiştir. 2007 yılının ilk üç çeyreğinde enflasyon öngörüldüğü şekilde hedefle uyumlu patikanın etrafında oluşturulan belirsizlik aralığının içinde kalmıştır. Yılın son çeyreğinde ise yaşanan olumsuzluklar nedeniyle

enflasyondaki düşüşün duraklamasına sebep olmuştur. 2007 yılı ve sonrasını kapsayan dönemde enflasyondaki düşüşü engelleyen temel unsurlar, uluslararası piyasalarda petrol ve diğer emtia fiyatlarında yaşanan keskin artışlar ile yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamaları olmuştur.

Para Politikası Kurulu (Kurul) toplantıları, daha önce duyurulmuş olan yıllık toplantı takvimi dahilinde gerçekleştirilmiştir. Alınan faiz kararları, kararın alındığı gün, gerekçesi ile birlikte basın duyurusu yoluyla kamuoyuna sunulmuştur. Bunun yanı sıra, Kurul toplantılarını takip eden 8 iş günü içinde, alınan kararın detaylarını ve toplantıda yapılan değerlendirmeleri içeren “Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti”, 2007 yılında İngilizce çevirisi ile birlikte yayımlanmaya başlanmıştır. Temel iletişim aracı olan Enflasyon Raporu ise üç ayda bir yayımlanmaya devam etmiştir. Ayrıca, beklenti yönetimini etkinleştirmek amacıyla, enflasyon verilerini ayrıntılı olarak analiz eden Fiyat Gelişmeleri notu aylık fiyat verilerinin açıklanmasını takiben kısa süre içinde yayımlanmıştır (TCMB, 2007: 1). Görülüyor ki merkez bankası beklentileri yönlendirebilmek için iletişim politikalarına artan oranda önem vermektedir. TCMB'nin Enflasyon hedeflemesine geçilmesi ile beklentilerin yönlendirilmesinde önemli başarılar sağlanılmıştır.

2007'nin ilk aylarından itibaren Türkiye'deki siyasi gerginliğin artması ile faiz dışı fazlanın milli gelire oranının 2002 yılından beri en düşük seviyeye inmesinin mali disiplinde bir gevşeme olduğu yönündeki kaygıları artmıştır. Ayrıca hem enerji hem de hammadde fiyatlarının tüm dünyada çok önemli artışlar göstermesi 2007 yılında da enflasyonun hedeflenin çok üstünde gerçekleşmesine neden olmuştur. Türkiye 2007 yılında dünyada en yüksek reel faiz veren ülke olmuştur.

Enflasyonun uzun bir süre hedeflerin belirgin olarak üzerinde seyretmesi merkez bankasının etkin bir iletişim stratejisi izlemesini gerektirmiştir. Bu çerçevede, merkez bankası arz şoklarının belirginleşmeye başladığı 2007 yılından itibaren enerji ve gıda fiyatlarını dışlayan temel (çekirdek) enflasyon göstergelerini ön plana

çıkarmış. Böylece belli bir süre iktisadi birimlerin beklentileri kontrol altına alınabilmiştir (TCMB, 2007: 2).

2008 yılı enflasyon hedefi nokta enflasyon hedefi olarak belirlenmiştir. Hedef değişken Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) üzerinden hesaplanan yılsonu enflasyon oranı olarak ilan edilmiştir. 2007 yılının yaz aylarından itibaren küresel piyasalarda gözlenen çalkantıya 2008 yılının başında yurt içi siyasi belirsizlikler de eklenince Türk lirasında belirgin bir değer kaybı gözlenmiş ve enflasyon beklentilerini daha önceden yüzde 4 düzeyinde belirlenmiş olan hedefle uyumlu düzeylere indirmek oldukça zorlaşmıştır. 2006 ve 2007 yılında enflasyon hedefinin aşılması 2008 yılında da aşılabacağı bekleyişlerini oluşturmuştur (TCMB, 2008b: 4). Bu durum enflasyon hedeflerinin beklentiler için çapa olma işlevi zayıflamasına sebep olmuştur. 2007 yılının sonlarından itibaren ABD başlayan Mortgage Krizi 2008 yılında tüm dünyayı etkisi altına almıştır. Böyle bir ekonomik ortamda belirsizlikler artmıştır. 2008 yılında enflasyon artışları devam etmiştir.

Tablo 7: 2005-2009 Enflasyon Hedeflemesi ve Faiz Gelişmeleri

	2005	2006	2007	2008	2009
Hedef	8	5	4	4	7.5
Gerçekleşme	7.7	9.7	8.4	10.1	6.5
Borçalma faiz oranı	14.72	15.76	17.16	15.95	8.81
Borç verme faiz oranı	18.72	19.7	22.04	19.5	11.31

Kaynak: www.tcmb.gov.tr

Merkez Bankası, enflasyon beklentilerini kontrol altına almak ve uygulanan rejimin itibarını tesis etmek amacıyla, Haziran 2008’de Hükümete hitaben yazılan bir açık mektupla orta vade için yeni hedefler belirlenmesini önermiştir. Merkez Bankası’nın bu önerisi Hükümet tarafından da benimsenmiş ve buna göre enflasyon hedefleri 2009-2011 dönemi için sırasıyla yüzde 7,5, 6,5 ve 5,5 olarak belirlenmiştir. Böylece, iktisadi birimlerin beklentilerini oluştururken referans alabilecekleri enflasyon hedefleri belirlenerek, enflasyon beklentilerinin yeniden kontrol altına alınması ve enflasyonla mücadelenin maliyetinin azaltılması amaçlanmıştır. Merkez

Bankası hedefleri değiştirmenin enflasyon beklentilerinde kısa vadede bozulmaya neden olabileceğini göz önüne alarak hedef değişikliğini parasal sıkılaştırmayla birlikte uygulamıştır (TCMB, 2008b: 5). Daha sonra siyasi belirsizliğin azalması, parasal sıkılaştırmanın etkisiyle enflasyon beklentileri yeniden kontrol altına alınmıştır. Yılın üçüncü çeyreğinde enflasyon beklentilerinde olumlu gelişmeler olmuştur.

Son dönemde küresel kriz derinleşmiştir. TCMB Küresel krizin derinleştiği 2008 yılı son çeyreğinden itibaren enflasyonda hızlı bir düşüş olacağını öngörmüştür. TCMB iktisadi faaliyet üzerinde oluşabilecek potansiyel tahribatı sınırlamaya odaklanmış, bu süreçte bir yandan kısa vadeli faiz oranlarını süratli bir şekilde aşağı çekerken diğer yandan, dengeleyici bir likidite politikası izleyerek kredi piyasasındaki tıkanıklığı gidermeyi hedeflemiştir. Kasım ayından itibaren faiz indirimlerine başlamıştır. Bu indirimle ile 2008 yılının son çeyreğinde olumlu gelişmeler yaşanmıştır. Faiz indirimlerinin başladığı günden bu yana enflasyona ve iktisadi faaliyete dair açıklanan verilerin TCMB'nin öngörülerini teyid etmesi para politikası kararlarının beklentiler üzerindeki etkisini güçlendirmiş, piyasa faizleri kademeli olarak gerileyerek tarihteki en düşük düzeylerine inmiştir (TCMB, 2009a: 4).

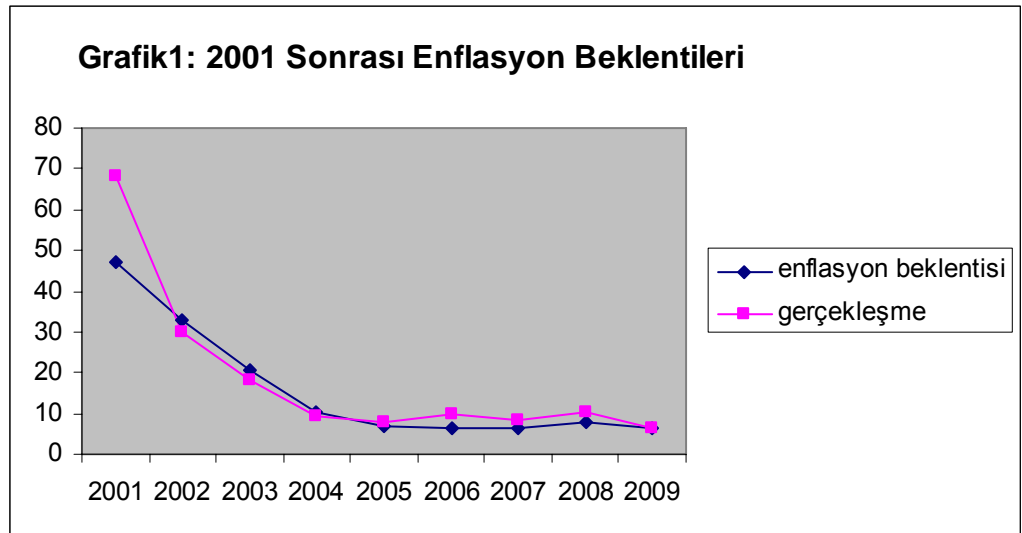
Krizin ekonomik ve finansal istikrar üzerindeki etkileri 2009 yılı etkileri devam etmiştir. 2009 yılında enflasyonun hedefin altında kalma ihtimalinin arttığını öngören Merkez Bankası, önden yüklemeli bir strateji izleyerek Aralık 2008-Nisan 2009 döneminde politika faizlerini 650 baz puan indirmiştir. Merkez bankası 2009 yılının ikinci yarısından itibaren iktisadi faaliyete dair kısmi toparlanma işaretleri alınmasına rağmen talepteki canlanmanın gücüne ve kalıcılığına ilişkin belirsizliklerin devam ettiğini düşünmektedir. Bu sebepten dolayı merkez bankası, iktisadi faaliyetteki toparlanmanın ve istihdam koşullarındaki iyileşmenin zaman alacağını öngörerek politika faiz indirimlerine devam etmiştir. Türkiye'nin risk primi bu dönemde diğer gelişmekte olan ölkelerin ortalamasına kıyasla daha olumlu bir seyir izlemiştir. Ölkemizde uzun vadeli getirilerde gözlenen düşüşün önemli bir bölümünün, risk algılamasındaki değişimden kaynaklandığına ve bu bağlamda kalıcı

olduğuna işaret etmektedir. Türk lirasının kriz dönemi boyunca dayanıklı bir performans sergilemesi Türkiye ekonomisine ve finansal sistemine duyulan güveni yansıtmaktadır. 2009 yılında enflasyon merkez bankasının öngöröleri ile büyük ölçüde uyumlu seyrederek belirgin bir düşüş sergilemiştir. Merkez Bankası enflasyonun, 2009 yılının ortalarına kadar hızla düşeceğini, sonrasında yatay bir seyir izleyeceğini, yılın son aylarından itibaren ise baz etkisi nedeniyle yükseliş göstereceğini, bununla birlikte temel enflasyon göstergelerinin düşük seviyelerini koruyacağını öngörmüştür. 2009 yılının sonuna yaklaştığımız bu günlerde, enflasyonun merkez bankasının öngörülerine paralel bir seyir izlediği görölmektedir. Sonuç olarak merkez bankası, aldığı politika kararlarıyla küresel krizin iktisadi faaliyet üzerinde yol açtığı zararı sınırlarken enflasyonun hedeften belirgin şekilde sapmasını engellemiştir. Merkez Bankası, bankacılık sisteminin görelî sağlam yapısı ve finansal sisteminin güçlü pozisyonunun da desteğiyle küresel kriz döneminde faiz oranlarını tek haneli rakamlara indirmeyi başarmıştır. Bu durum, Türkiye’de düşük enflasyon ve düşük faiz ortamının kalıcı olabilmesi bakımından önemli bir gelişmedir (TCMB, 2009b: 1-9).

3.3. 2001-2009 Döneminin Değerlendirilmesi

TCMB genel görünümüne baktığımızda 2002-2005 döneminde kısa vadeli faiz oranlarının politika aracı olarak kullanıldığı örtük enflasyon hedeflemesi uygulanmıştır. Enflasyonla mücadelede başarı elde edilmiştir. 2002-2005 yılları arasında belirlenen enflasyon hedeflerine ulaşılmıştır. TCMB giderek daha şeffaf daha öngörülebilir hale gelmiştir. Açık enflasyon hedeflemesine geçiş için zemin hazırlanmış yani politikanın daha başarılı olabilmesi için ekonomide güven sağlanmıştır. TCMB güvenilirliği sağlayarak etkin iletişim araçlarını kullanarak beklentileri etkileyebilmiştir. TCMB örtük enflasyon hedeflemesini başarılı bir şekilde uygulamıştır. Ayrıca TCMB’nin enflasyon hedeflemesi rejimi için deneyim kazanmasını sağlamış ve elde edilen başarılar rejimin güvenilirliğine katkı sağlamıştır.

Ekonomi açık enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başladığında dünya ekonomisinde konjunktüründe değişimlerin başladığı dönemdir. Küreselleşmenin etkisiyle diğer ülkelerde çıkan ekonomik problemler Türkiye’de de etkisini göstermiştir. Açık enflasyon uygulamasına geçildiği dönemlerde özellikle 2006-2008 döneminde enflasyondaki düşüşü engelleyen dışsal şoklardır. Bu şokların etkisiyle enflasyonun hedeflerinin üzerinde gerçekleşmesine sebep olmuştur. Enflasyonun hedeflerin üzerinde seyretmesi merkez bankasının etkin bir iletişim stratejisi izlemesi gerekmiştir. Merkez bankası gıda ve enerji fiyatlarını dışlayan çekirdek enflasyon göstergelerini ön plana çıkarmıştır. Görülüyor ki hedeflere ulaşamaması halinde etkin iletişim stratejisi izlenmiştir. Böylece iletişimin politika etkinliği açısından önemi bir kez daha ortaya çıkmıştır.



Enflasyon hedeflemesi rejimi ile para politikası kararlarının zamanlaması ve yönü daha belirgin hale gelmiştir. Beklentilerin iyi yönetilmesi ve etkin iletişim politikaları enflasyon hedeflemesi rejimini ön plana çıkaran unsurlardır. Etkin iletişim politikası ile kamuoyunun hedeflere ve uygulanan politikaya güven sağlanır. Çünkü etkin iletişim politikası ile belirsizlikler azalmakta ve toplumun enflasyon hedefine olan güveni artmaktadır. Güven arttığı ölçüde beklentiler daha iyi yönetilir. Ayrıca beklentilerin iyi yönetilmesi hedeflere ulaşmayı kolaylaştırır.

TCMB etkin, tutarlı ve şeffaf bir iletişim politikası uygulamayı ilke edinmiştir. Temel politika aracı üç ayda bir yayımlanan enflasyon raporudur.

4. İletişim Açısından TCMB Yayınları

Para politikasının kararlarının duyurulmasında TCMB tarafından çeşitli iletişim araçları kullanılmaktadır. Bunlar; konuşmalar ve yayınlar ile konferanslar ziyaretçi gruplarını, basın toplantılarını ve internet sayfasını içeren diğer iletişim araçları para politikası ve ekonomik gelişmelere dair bilgilerin aktarılması için TCMB tarafından kullanılan iletişim araçlarıdır. Yapılan sunum ve konuşmalarda uygulanmakta olan para politikasının temel ekonomik kavramları tanıtılmakta ve anlaşılması açısından belirli konulara odaklanılmaktadır. TCMB tarafından yapılan duyuru ve sunumlarda ekonominin temel görünümü ele alınmaktadır. Yani sürdürülebilir büyüme, sürdürülebilir istihdam, doğrudan yabancı yatırım, iyi yönetim gibi konuları gündeme getirmektedir. 2005 yılından itibaren TCMB tarafından yapılan sunum ve konuşmaların içeriğinde farklılaşma olmuştur. Bu sunum ve konuşmalarda, merkez bankası bağımsızlığı, vadeli işlemler piyasaları, Avrupa Birliği, finansal istikrar ve dolarizasyon gibi konular gündeme gelmiştir. TCMB'nin kullandığı diğer araçlardan ikicisi yayınlardır. TCMB yayınları ile para politikasına ve ekonomik gelişmeler aktarılır. Raporlar, istatistiki veriler, anketler ve bültenler süreli yayınlardır. Para politikası raporları açık enflasyon hedeflemesine geçilmesi ile birlikte enflasyon raporu adını almıştır. Bu enflasyon raporu enflasyona görünümünde, mali piyasalar ve kamu maliyesinde meydana gelen gelişmeler değerlendirilir. Tablo 8'de TCMB'nin yayınları ayrıntılı olarak verilmiştir.

Tablo 8: TCMB Yayınları

Sürelî yayımlar	Sıklık
Avrupa Ekonomik ve Para Birliği (EMU) Raporları	Aylık- İki Aylık
Bağımsız Denetim Raporları	Yıllık
Banka Kredileri Eğilim Anketi	Üç Aylık
Beklenti Anketi	Ayda İki Kere
Bileşik Öncü Göstergeler Endeksi	Aylık
BIS-Tezgahüstü Döviz ve Türev Piyasaları Anketi - Türkiye	Üç Yılda Bir Kere
Central Bank Review	
Finansal İstikrar Raporu	Yılda İki Kere
Haftalık Basın Bülteni	Haftada Bir kere
İktisadi Yönelim Anketi ve Reel Kesim Güven Endeksi	Aylık
Para Politikası Raporları	Üç Aylık
Reel Efektif Döviz Kuru	Aylık
Sektör Bilançoları	
Tüketici Eğilim Anketi	Aylık
Ödemeler Dengesi Gelişmeleri ve istatistikleri	Aylık
Ödemeler Dengesi Raporu	Aylık
Uluslararası Rezervler ve Döviz Likiditesi	Aylık
Üç Aylık Bülten	Üç Aylık
Yıllık Rapor	Yıllık
Kitaplar ve Çalışmalar	

Kaynak: www.tcmb.gov.tr

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI'NIN İLETİŞİM KALİTESİNİN SINANMASI

Tezin bu bölümünde TCMB'nin para politikası uygulamalarında gelişmeler ve değişiklikler teorik olarak anlatıldıktan sonra 2004 ile 2009 yılları arasında uyguladıkları para politikalarının etkinliği iletişim ve sinyal kalitesi açısından test edilmiştir.

1. Çalışmada Kullanılan Model ve Verilerin Değerlendirilmesi

Çalışmanın bu bölümünde, TCMB'nin 2004 yılı sonrası ortaya koyduğu para politikalarında iletişim kalitesi sınanacaktır. Yukarıda açıklanan bilgiler ışığında TCMB'nin 2004 sonrası kullanmaya başladığı faizin enflasyon beklentilerini ne ölçüde etkilediği regresyon yöntemi ile ölçülecektir. Bu regresyon sonucunda beklentimiz, faiz değişkeninin enflasyon beklentisini etkilemede iyi bir iletişim aracı olduğu yönündedir. 2004 yılının seçilmesinin nedeni, enflasyon beklentisinin bu tarihten itibaren verilmeye başlanmasıdır. İletişim kalitesinin ölçülmesi için kullanılacak model aşağıdaki gibidir.

$$ENFB=C(1)+C(2)*ENF+C(3)*Y+C(4)*BF+C(5)*KUK+C(6)*KUK1+C(7)*ENFB(-1)+C(8)*NET+u \quad (3)$$

(3) nolu model ile enflasyon beklentilerini etkileyen en önemli enstrüman ortaya konmaya çalışılacaktır. 2003 sonrası Türkiye ekonomisini etkileyen en önemli değişken olan faiz iletişimi ölçülecek araç olarak seçilmiştir. Bunun en önemli nedeni 2001 sonrası merkez bankasının enflasyon hedeflemesi altında faizi etkin olarak kullanmasıdır. Çalışmada reel büyüme oranları ve net ihracat dolayısıyla reel kur modele ise kontrol değişkeni olarak modele dahil edilmiştir. Bunun en önemli nedeni merkez bankasının faizleri kullanarak dolaylı bir şekilde kurları ve sermaye hareketlerin kontrol etmesidir.

TCMB 2005 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçtiği 2005 yılından itibaren faizlerin enflasyon beklentisini etkimesine yani faizlerin iletişim gücüne

önem vermiştir. Bu doğrultuda kukla değişken kullanılmıştır. 2005 öncesine “0” 2005 sonrasına “1” denilmiştir. Buradan beklentimiz faiz iletişim aracının etkin olarak kullanılmaya başlandığı 2005 yılı sonrasının enflasyon beklentilerinin faiz iletişim aracından önemli bir şekilde etkilendiğidir. Bununla beraber kukla değişken faiz değişkeni ile çarpılıp kukla değişkenin eğimi modele dahil edilmiştir (Ramanathan, 2002: 294). Kukla değişkeninin eğiminin modele dahil edilmesi faiz değişkenini 2005 sonrası enflasyon beklentisini azaltıcı yönde etkileyip etkilemediğini ölçecektir. Bu değişken ile beklentimiz faiz değişkeninin 2005 sonrası etkin bir iletişim aracı olduğu yönündedir.

(3) nolu model En Küçük Kareler (EKK) yöntemi ile 01. 2004- 10. 2009 dönemi için aylık veriler kullanılarak eviews paket programı ile ölçülmüştür. Veriler TCMB veri dağıtım sisteminden elde edilmiştir. Modelde kullanılan veriler tabloda gösterilmiştir.

Tablo 9: Ekonometrik Testlerde Kullanılacak Verilerin Tanımlanması

Veriler	Testteki Kısa Adı	Dönemi
Tüketici Fiyat Endeksi	ENF	2004:01- 2009:10
Enflasyon Beklentisi	ENFB	2004:01- 2009:10
Borç Verme Faizi	BF	2004:01- 2009:10
Reel Gelir	Y	2004:01- 2009:10
Net ihracat	Net	2004:01- 2009:10

Günümüzde merkez bankaları enflasyonu hem nihai hedef olarak hem de çapa olarak kullanmaktadırlar. Merkez bankaları bu amaç ve araç için Tüketici Fiyat Endeksini (TÜFE) baz almaktadır. Çünkü Tüketici Fiyat Endeksi, Toptan Fiyat Endeksine (TEFE) nazaran daha geniş bir ekonomik kitle tarafından takip edilmektedir. Ayrıca TCMB fiyat istikrarı için TÜFE'yi baz almaktadır. Dolayısıyla modele TÜFE serisi dahil edilmiştir.

Kısa vadeli faizler ile enflasyon beklentisi arasında kuvvetli bir ilişki bulunduğu varsayılmaktadır. Dolayısıyla enflasyon ve beklentisini kontrol etmede kısa vadeli faiz önemli bir enstrümana dönüşmektedir. Kısa vadeli faizler merkez bankasının kontrolündedir. Merkez bankasının kısa vadeli faizleri piyasada oluşacak diğer faizler için bir temel oluşturmaktadır. Merkez Bankası için beklenen enflasyon ile fiili enflasyonun beraber düşüp düşmediğinin en kolay tespiti, kısa vadeli faizlerdir (McCallum, 2000, 5-10). Merkez bankasının kısa vadeli faizleri yükseltmesi ve düşürmesi diğer faizleri etkileyeceğinden, ekonomideki toplam harcamalar da değişecektir. Son yıllarda TCMB finansal piyasalara borç verici konumda olduğu için faiz değişkeni olarak borç verme faizi enstrüman değişkeni olarak seçilmiştir.

Net ihracat bünyesinde reel kurları ve dolaylı olarak sermaye hareketlerini yansıttığı için modele kontrol değişkeni olarak dahil edilmiştir. Enflasyonun sermaye hareketlerine dayandığı bir ülkede reel kurlar önem kazanmaktadır. Bu doğrultuda hem reel kuru hem de dış ticareti temsil eden değişkenin modele konulması önemli hale gelmektedir.

2.Verilerin Durağanlığının Ölçülmesi ve Modelin Test Edilmesi

Regresyon hesaplarırken, iki zaman serisi arasında anlamlı bir ilişki olmasa bile, çoğunlukla yüksek bir belirlilik katsayısı (R²) bulunabilir. Bu durum ekonometri literatüründe “düzmece regresyon” olarak adlandırılır. Bu sorunun ortaya

çıkış nedeni her iki zaman serisinde güçlü genel eğilimlerin (trendler) bulunmasıdır. Gözlenen yüksek belirlilik katsayısı iki zaman serisi arasında gerçek bir ilişkiden çok trendden kaynaklanır (Enders, 1995: 211-225). Dolayısıyla iki veri arasındaki ilişkinin gerçek boyutunu ortaya çıkarabilmek için zaman serilerinin durağan olması gerekir. Eğer seriler durağan değil ise yapılacak tahminler gerçekçi olmayacaktır (Mills ve Markellos, 2008: 69-71).

Dolayısıyla verilerin durağanlık analizi kaçınılmaz bir gerekliliktir. Ortalaması ile varyansı zaman içerisinde değişmeyen ve iki dönem arasındaki ortak varyansı, bu ortak varyansın hesaplandığı döneme değil de, yalnızca iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı olan olasılıklı bir süreç için durağandır. Kısaca eğer bir zaman serisi durağan ise ortalaması, varyansı ve (çeşitli gecikmelerdeki) ortak varyansı ne kadar gecikme ile ölçülürse ölçülsün aynı kalır (Gujarati, 1999: 710-714).

Durağanlık sınaması birçok yolla yapılabilir. Ancak basit bir durağanlık sınaması için ardışık bağımlılık fonksiyonu kullanılabilir. Ardışık bağımlılık fonksiyonu ortak varyansların hesaplanması ile elde edilir (Johnston ve Dinardo, 1997: 287-300). Dolayısıyla belirli bir gecikme uzunluğuna göre hesaplanan ortak varyanslar ardışık bağımlılık fonksiyonu tanımlanabilir. Son zamanlarda durağanlık sınaması için birim kök sınaması yaygın olarak kullanılmaktadır. Bu sınama, çalışmanın analiz kısmındaki zaman serilerinin durağan olup olmadığını anlamakta kullanılacağı için burada izah etmek gereklidir. Bu çalışmada Dickey Fuller (D-F) sınaması kullanılacaktır. Modele dahil olan bütün seriler Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) yöntemi ile durağanlığı ölçülmüştür.

Tablo 10 : Birim Kök Testleri: 2004:01-2009:10

Değişken	ADF
Enflasyon	I(0) -3.908*
Enflasyon Beklentisi	I(0) -2.20
	I(1)-3,64**
Borç Verme faizi	I(0)-1,5
	I(1)-3,74*
Reel gelir	I(0)-2.03
	I(1)-4.037***
Net ihracat	I(0)-2.5
	I(1)-6.09***

*%5 düzeyinde durağan, **%10 düzeyinde durağan, ***%1 düzeyinde durağandır.

Borç verme faiz, milli gelir, cari işlemler dengesi zaman serileri düzeyden birim kök testine tabi tutulmuştur. Durağan olmadıkları saptanmıştır. Durağanlaştırılmak için serilerin ilk farkları alınarak durağanlaştırılmıştır. Enflasyon düzeyde durağan bulunmuştur. Durağanlaştırılmış seriler (3) nolu modele konularak aşağıdaki model test edilmiştir:

$$ENFB=C(1)+C(2)*YENF+C(3)*YY+C(4)*YBF+C(5)*KUK+C(6)*KUK1+C(7)*ENFB(-1)+C(8)*NET+u \quad (4)$$

Bu regresyon denklemi işle alakalı hata teriminin ortalamasının sıfır varyanslı sabit olduğu kabul edilmiştir. Regresyon denklemi ilk tahmininde yoğun otokorelasyon problemi karşılaşılmış bunu aşmak için enflasyon beklentilerinin bir gecikmeli değeri bağımsız değişken olarak modele dahil edilmiştir. Bunun yanında da cari işlemler dengesi açıklayıcısı yeni değişken olarak modele ilave edilmiştir. Otokorelasyon problemi kalktığı saptanmış ve modelin açıklama gücü F istatistiği

arttığı için yükselmiştir. Verileri yorumlamadan önce model istatistiki olarak anlamlıdır. Tablodaki F değerinin olmama olasılığı milyonda altıdır. Dolayısıyla $F_{hesalanan} > F_{tablo}$ olduğu için model anlamlıdır. Denklemden otokorelasyon olup olmadığını anlamak için iki test yapılmıştır. Birinci teste hata terimleri arasında ardışık bağımlılık olup olmadığını anlamak için kısmi korelasyon tablosuna bakılmış ve hata terimleri arasında ilişkinin olmadığı saptanmıştır. Bunun yanında ARCHLM testi yapılmış test sonuçlarına göre hata terimleri arasında tabloda görüldüğü gibi bir ilişki bulunmamaktadır. Kalıntı karesinin gecikmeli değerinin katsayısı anlamlılığına baktığımız zaman bu ilişkiyi kabul etmek mümkün değildir. Genelde en küçük karelerle tahmin ürettiğimizden değişken varyansın olmaması gerekir. Değişken varyansın olup olmadığını anlamak için Whit testi yapılmıştır. Whit testi sonuçları ek 2 de verilmektedir. White testine göre değişken varyans bulunmamaktadır. Jarque-Bera testine göre hata terimleri normal dağılmaktadır. Dolayısıyla ek 3 ve ek 4 de verilen diognastik test sonuçlarına göre tablo 11'deki regresyon katsayıları yorumlanabilir.

Tablo 11: İletişim Kalitesi Regresyon Sonuçları

Bağımlı Değişken: ENFB				
Örnekleme: 2004:02 2009:07				
ENFB=C(1)+C(2)*YENF+C(3)*YY+C(4)*YBF+C(5)*KUK+C(6)*KUK1+C(7)*ENFB(-1)+C(8)*YDT				
	Katsayı	Std. hata	t-istatistiği	Olasılık.
C(1)	-3.063889	1.740132	-1.760723	0.0836
C(2)	0.907517	0.829305	1.094311	0.2783
C(3)	0.112418	0.238107	0.472134	0.6386
C(4)	-0.587025	0.838461	-0.700123	0.4866
C(5)	0.091451	3.221679	0.028386	0.9775
C(6)	0.026309	0.181777	0.144731	0.8854
C(7)	0.453013	0.110759	4.090081	0.0001
C(8)	-0.000904	0.000536	-1.686489	0.0971
R-kare	0,402	Akaike Kriteri		5.964020
Düzeltilmiş R-kare	0.333	Schwarz kriteri		6.229432
Olasılık	-188.8126	F-istatistiği		5.579799
Durbin-Watson istatistiği	1.997251	Olasılık(F-istatistiği)		0.000060

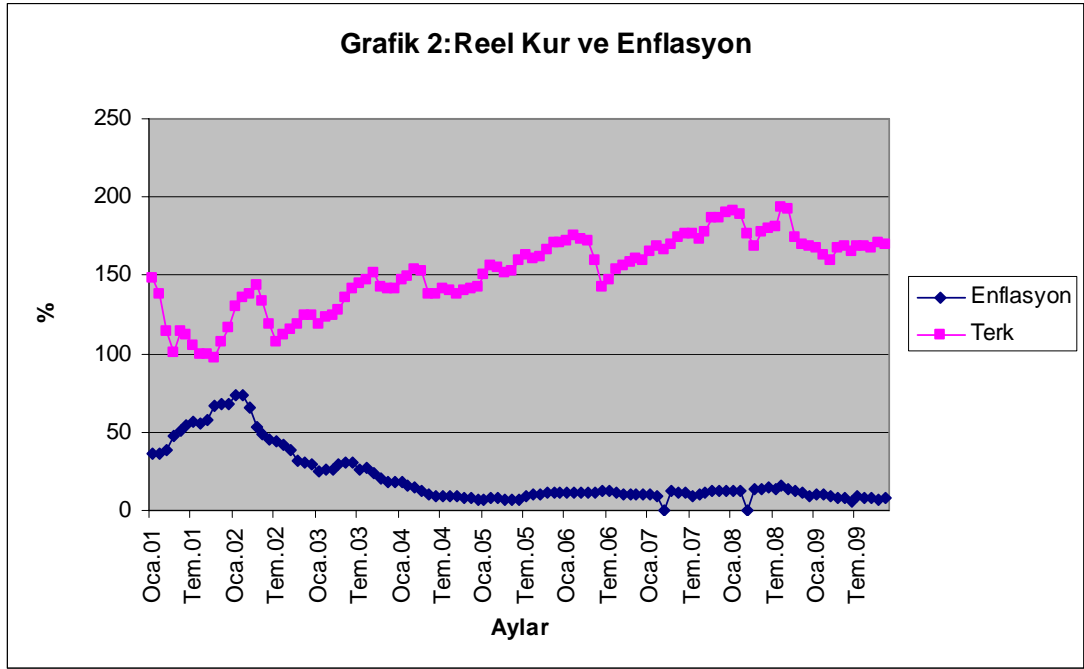
Çalışmadaki temel hipotezimiz TCMB'nin açık enflasyon hedeflemesine geçmesiyle beraber şeffaflığın artması hesap verebilirliğin artması amaçlarına

ulaşabilme açısından kullandığı araçların etkinliğini yani sinyal kalitesini artırmıştır. Yukarıda da bahsedildiği gibi bu artışı gözlemleyebilmek için kukla değişken yöntemi kullanılmıştır. TCMB sinyal kalitesi yapısal bir dönüşüme bağlıdır. Bu açıdan 2005'den sonraki enflasyon hedeflemesinin temel aracı olan borç verme faizinin etki katsayısının büyümesi gerektiği başlangıç hipotezi olarak kabul edilebilir. Bu açıdan kukla değişkenler hem ortalamadaki değişimi hem de katsayılardaki değişimi ölçmede kullanılabilir. Ortalama değişimi ölçmek için KUK değişkeni kullanılmıştır. 2005'e kadar 0 ve 2005'den sonrada 1 değeri verilmiştir. Faiz katsayısındaki değişmeyi ölçmek için KUK1 değişkeni dizayn edilmiştir. $KUK1=KUK*BF$ dir. Dolayısıyla C (6) katsayısının pozitif ve anlamlı olmasını bir başlangıç hipotezi olarak almaktayız.

$H_0:C(6) = 0$ dır

$H_1:C(6) \neq 0$ dır

Bu bulgular ışığında tablo 11'e bakıldığında enflasyonun gecikmeli değeri hariç anlamlı istatistiki bilgi üretilmemektedir. Dolayısıyla C(6) katsayısı istatistiki açıdan anlamlı bir büyüklük değildir. Buda TCMB 2005 yılından itibaren uyguladığı faizin sinyal kalitesinin değişmediğini söyleyebiliriz yani faiz beklediğimiz tersine iyi bir iletişim aracı değildir. Örneğin C(6) katsayısı anlamlı bir büyüklük olsaydı C(4) katsayısı da büyür buda faizin enflasyon beklentilerini etkileme derecesini artırırđı yani sinyal kalitesi yükselirdi. Ancak ele alınan dönemde bunu gerçekleştiği söylenemez. Bu dönemde enflasyon beklentilerinin gecikmeli değerleri ile açıklanması enflasyon ataleti ile açıklanabilir. Atalet adaptif beklenti sürecidir. Bu açıdan enflasyon beklentilerindeki %1 değişme yaklaşık yarısı kadar (%0.45) kadar enflasyon beklentilerini etkilemektedir. İstatistiki açıdan enflasyon beklentilerin olmama olasılı 0,0001'dir. Türkiye için de bu sonuç doğaldır. Uzun yıllar yüksek enflasyon yaşayan Türkiye için geçmişe dönük enflasyon beklentileri kullanılır. Bunun yanında cari işlemler dengesi serisinin katsayısı çok küçük de olsa anlamlı olması Türkiye'nin dışa bağımlılığını ortaya koymaktadır. Çoğu zaman cari işlemler açığı olduğundan sermaye girişi olmakta ve kurların değerlenmesine böylelikle enflasyonun ve beklentilerin azalmasını yol açmaktadır. C(8) katsayısının işaretinin eksi (-) olması bu şekilde açıklanabilir.



Dolayısıyla burada karşımıza Türkiye'nin dış kaynak bağımlılığı tekrar ortaya çıkmaktadır. İktisadi birimlerin enflasyon beklentileri TCMB faizi yerine dış kaynak giriş tarafından şekillendirilmektedir. Sinyal kalitesi açısından bağımsızlık önemli bir kriterdir. Etkin iletişim açısından da dış dengenin sağlanmış olması gerekiyordu. Türkiye dış dengeden uzaklaştığı 2005 ve sonrasında faizin beklentileri etkileyecek gücünün olduğunu beklemek gerçekçi olmamaktadır. Bu durum Grafik 2'de gösterilmektedir.

Sonuç olarak yapılan regresyon sonucunda beklentimizin aksine faiz değişkeninin iyi bir iletişim aracı olmadığı ortaya çıkmıştır. Bununda en önemli göstergesi olarak TCMB'nin halen dünya ortalaması üzerinde reel faiz vermesi gösterilebilir. TCMB enflasyonu dolayısıyla enflasyon beklentisini sermaye hareketlerine bağlamış gözükmektedir. Bu doğrultuda reel kurlar faizden daha iyi bir iletişim aracı olarak ortaya konulabilir. TCMB teorik olarak sağlıklı bir iletişimin kurumlarını tesis etse bile kullandığı enstrüman yönünden tam olarak iletişim kalitesini ve bu doğrultuda sinyal kalitesini sağlayamamıştır.

SONUÇ

Modern para politikasının temele amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Gerek iletişim gerek finansal piyasaların gelişimi gerekse asimetrik bilgi ve belirsizlik modern para politikasının en önemli amacını fiyat beklentilerini kontrol etmek haline getirmiştir. Ekonomide fiyatların nasıl olacağı iktisadi birimlerin fiyat beklentilerine bağlıdır. Yani merkez bankası kendi faydasını artırmaya çalışırken diğer taraftan iktisadi birimlerin beklentilerini ve davranışlarını dikkate alarak para politikası sürecini içselleştirmektedir.

Merkez bankalarının iktisadi birimlerin beklentilerini etkileyebilmeleri için para politikasının kurala dayalı olarak yürütülmesi gerekir. Çünkü kurala dayalı politikalar daha güvenilir olarak görülmektedir. Güvenilir olarak görülmesinin sebebi para politikası yürütenlerin kendi yargılarına göre hareket edemeyecek olmalarıdır. Aynı zamanda iktisadi birimler para otoritesinin hedeflediği enflasyon düzeyine ulaşmak için izleyeceği politikayı bilirler buda bir güven ortamı yaratır. Kurala dayalı politikalar, gelecekteki politika uygulamalarını açık bir şekilde ifade ettiğinden belirsizliği azaltır. Merkez bankasının şeffaflığı kurala dayalı politika yürütülmesi gerektirir. Şeffaflık ise merkez bankası ile kamuoyu arandaki bilgi asimetrisini azaltığı için merkez bankası politikalarının daha iyi anlaşılmasını sağlar. Bu durumda bilginin net ve anlaşılır olması beklentilerin yönetilmesi açısından önemlidir.

Merkez bankalarının para politikalarının etkinliği açısından bağımsızlık şeffaflık hesap verebilirlik güvenilirlik iletişim ilkelerine verilen önem artmıştır. Bu kavramlar birbiriyle bağlantılı olup, her biri diğerini desteklemektedir. Para politikası uygulamalarının amacı piyasaları yönlendirebilmektir. Merkez bankasının başarısı öngörülebilirliği sağladığı ve beklentileri yönlendirebildiği ölçüde artar. Merkez bankasının bu başarısı belirsizlikleri azaltmaktadır. Ekonomideki istikrarsızlıkların sebebi iktisadi birimler ile para otoritesi ilişkisinin uyumsuzluğudur. Yani istikrarı sağlayabilmesi için iktisadi birimler ile para otoritesinin (merkez bankası) aldığı kararların uyumlu olması gerekir. Bu uyumluluk sağlandığı sürece para politikasının etkinliğinden söz edebiliriz.

Para politikasının etkinliğini sağlamak için merkez bankaları iletişim politikalarını değiştirmişler ve önemli gelişler elde etmişlerdir. İletişim para politikasının etkinliğini artırmaktadır. Çünkü merkez bankası tarafından verilen bilginin tüm kitlelere tam olarak ulaşması ve bu bilginin anlaşılması iletişim kanalıyla gerçekleşir. Diğer bir ifade ile etkin bir iletişim politikası ile uygulanan politikaların kamuoyuna aktarılması, bu politikaların toplum tarafından anlaşılır ve kabul edilebilir olmasını sağlayarak güvenilirliği artırmaktadır bu güvenilirlik doğrultusunda iktisadi birimlerin beklentileri politika hedefleri doğrultusunda olmaktadır. Bilginin akışında problem olmaması için seçilen iletişim araçlarının kolay takip edilmesi ve kaliteli olması gerekir. Merkez bankaları son on yılda iletişim biçimlerini artırarak ve kamuya açıklanan bilgi miktarını artırarak daha fazla şeffaflığa önem vermeye başlamıştır. Şeffaflık ve iletişim politikalarının önemi, beklentileri kendi hedefleri ile tutarlı kılmasıyla ilgilidir. Merkez bankalarının iletişim politikalarının amacı piyasa beklentilerini yönlendirmektir. Etkin bir iletişim politikası merkez bankası politika kararlarının öngörülebilirliğini arttırmaktır. Bu durumu sağlayacak olan seçilen iletişim araçları ve amaçlarıdır. Aynı zamanda iletişim politikasının başarısı seçilen araçların sinyal kalitesine bağlıdır. Dolayısıyla para politikası etkinliği açısından sinyal kalitesi önemlidir.

Merkez bankalarının yapısı farklılık gösterdiğinden uyguladıkları para politikaları da değişir. Her bir merkez bankasının politikaları açıklama şekli, zamanı, hedefleri ve araçları farklı olduğundan gönderdikleri sinyalin içeriği ve miktarı da farklıdır. Sinyal belirsizliği merkez bankasının kamuoyu ile iyi bir iletişim kurmamasından kaynaklanır. Bu çerçevede merkez bankalarının uyguladıkları para politikasının başarısı uygulanan iletişim politikalarına ve sinyalin gücüne bağlıdır. İletişim ve sinyal ne kadar etkin olursa merkez bankalarının piyasadaki belirsizlikleri azaltma gücü, beklentileri yönetme gücü o kadar fazla olur.

TCMB'nin para politikası uygulamaları incelenmiş ve hangi çapanın istikrarı sağlamada başarılı olunduğu, zamanla neden değiştiği ele alınmıştır. TCMB'nin son yıllarda uyguladığı para politikalarında gelişmeler yaşanmıştır. Merkez bankalarının bağımsız olduğu sürece daha güvenilir ve daha şeffaf oldukları ve iletişim politikaları

ile birlikte enflasyonla mücadelede daha başarılı oldukları yadsınamaz bir gerçektir. 1990'lı yıllardan beri merkez bankaları bağımsızlığa önem vermeye başlamışlardır. Yani TCMB bağımsızlığı benimseyerek politikalarında etkinleşeceği düşüncesi kabul edilen bir görüş haline gelmiştir.

1990'lı yıllara baktığımızda merkez bankaları fiyat istikrarının sağlamak yerine finansal istikrarı sağlamaya yönelmişlerdir. TCMB ekonominin yapısına uygun olarak parasal büyüklüklerden enflasyon hedeflemesine kadar farklı çapaları kullanmıştır. Fakat 1990-2000 yılları arasında bağımsızlık, şeffaflık ve etkin iletişim politikalarının tam olarak sağlanamaması para politikasının etkinliğini etkilemiştir. Merkez bankalarının uzun dönem amaçları fiyat istikrarını sağlamak olup aynı zamanda faiz oranları ve kurlar arasında tutarlı politikalar izlemeye çalışmaktadır. Bağımsız bir merkez bankasının, kısa vadeli faiz oranlarını, kur hedefine uygun seviyede tuttuğu sürece işi kolaydır. Ancak faizler, politik müdahaleye çok açıktır ve merkez bankası bu konuda etki altındaysa hedeflerden sapılabilmektedir. Yani seçilen çapaların başarılı olabilmesi için gerekli şartların ve ortamın oluşturulması gerekir. Örneğin 2002 yılında örtük enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçilmesi ile enflasyon hedeflemesi için gerekli ortam sağlanmıştır.

Örtük enflasyon hedeflemesinin başarısı döviz kurlarındaki istikrar ile ilgili olduğundan, kurlardaki istikrarsızlıklar faizleri artırarak kısa vadeli iç borçlanmanın döndürülmesini zorlaştırmaktadır. Sonuç olarak enflasyonist programın döviz kuru istikrarını dikkate alması gerekir. Ancak o zaman enflasyonist beklentileri etkileyebilir. Gelişmekte olan Türkiye ekonomisi için döviz kurları önemli bir iletişim aracıdır.

2002 ve 2005 dönemlerin TCMB daha güvenilir, şeffaf ve öngörülebilir olması belirlenen hedeflere ulaşılmasını sağlamıştır. TCMB güvenilirliği sağlayarak etkin iletişim araçlarını kullanarak beklentileri etkileyebilmiştir. 2006 yılında enflasyon hedeflemesine geçilmiş fakat çok fazla başarı elde edilememiştir. 2006-2008 döneminde enflasyon düşüşü engelleyen dışsal şoklardır. Bu şokların etkisiyle enflasyonun hedeflerinin üzerinde gerçekleşmesine sebep olmuştur.

TCMB için 2004 yılı ve sonrası için hipotezimiz doğrultusunda test yapılarak faiz değişkeninin enflasyon beklentilerini etkileme gücü ortaya konulmuştur. Bu regresyon sonucunda faiz değişkeninin enflasyon beklentisini etkilemede iyi bir iletişim aracı olduğu yönündeki beklentimiz çıkan sonuçlar doğrultusunda beklentimizin tersi bir sonuç çıkmıştır. Bunun sebebi de iktisadi birimlerin enflasyon beklentileri TCMB faizi yerine dış kaynak giriş tarafından şekillenmektedir. Sinyal kalitesi açısından bağımsızlık önemli bir kriterdir. Etkin iletişim açısından da dış dengenin sağlanmış olması gerekiyordu. Dolayısıyla 2005 ve sonrasında Türkiye dış dengeden uzaklaştığı için faizin beklentileri etkileme gücü azalmıştır.

KAYNAKÇALAR

- ABIYEV, V. (2008), *Türkiyede Enflasyon Düşüş Sürecinde Güvenilirlik Problemi*, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi Ankara.
- AFŞAR,B.(2006), “Merkez Bankası Bağımsızlığı”, *Konya Ticaret Odası Araştırma Raporu*
- AKAY,H.(2007), “Para Politikasında Şeffaflık”, *Finans Politik-Ekonomik Yorumlar*, cilt.44, sayı.510.
- AKÇAY, M. A. (1997), “*Para Politikası Araçları, Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar*”, DPT Yayın No: 2483, Ankara
- AKTAN, C .C. (2000), “Monetarizm ve Rasyonel Beklentiler Teorisi”, İzmir: Anadolu Matbaacılık
- AKYÜZ, Y. (1977) ,*Sermaye Bölüşüm ve Büyüme*, Ankara Üniversitesi SBF Yayını, No: 77
- ALESINA, A. ve Summers, L. H. (May 1993) “Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol.25, No.2.
- AMATO, F.vd.(2002),“Communication and Monetary Policy”,*Oxford Review of Economic Policy*,vol.18,no.4.
- ARESTIS, P. (1992) *The Post-Keynesian Approach to Economics: An Alternative Analysis of Economic Theory and Policy*. Aldershot: Edward Elgar Publishing
- ARICAN,E.(2005), “Türkiye’de Çapa Uygulamaları ve Sonuçları”, *Marmara Üniv. İİBF Dergisi*, cilt xx,sayı 1.

- BALiNO, T.J.T. , 1985, “Instruments of Monetary Policy: Technical Aspects”, *IMF Seminar on Central Banking*.
- BAYDUR, C. ve B. SÜSLÜ. (2002), “1990’lı Yıllarda Para Politikası Uygulamasında Çapalar” , *İMKB Dergisi* , Yıl. 6, Sayı. 21.
- BAYDUR, C., Bora Süslü, S. Bekmez, (2004), “Oyun Teorisi Çerçevesinde Türkiye İçin Para Politikası Analizi “, *İMKB Dergisi*, Sayı.29.
- BERNANKE, Ben, Frederic S. Mishkin, (1997), “Inflation Targeting: A New Framework For Monetary Policy”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11, Issue 2, Spring
- BOCUTOĞLU, Ersan, (2001), *Makro İktisat*, Tabzon: Derya Kitabevi
- BERUMENT, Hakan ve Bilin Neyaptı (1999). “Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Ne Kadar Bağımsız?”,*İktisat-İşletme ve Finans Dergisi*. Yıl.14, Sayı.165, Aralık-1999.
- BERNANKE,B. vd. (1999), *Inflation Targeting:Lesson From the International Experience*,USE: Princeton University.
- BLANCHARD, O. ve S. Fisher (1989), *Lectures on Macroeconomics*, London: The MIT Press.
- BLINDER, A. (1999), “Central Bank Credibility? Why Do We Care? How Do We Built It?” , *NBER Working Paper*, No.7161.
- BLINDER,A.vd.(2001), “How do Central Banks Talk?” ,*Geneva Reports on the World Economy*, London

BLINDER,A. vd.(2008), “Central Bank Communication and Monetary Policy”,*Working Paper*,No.898.

BLINDER,A.(1998),*Central Banking in Theory and Practice*,Cambridge MA:MIT Press

BÜYÜKAKIN,F. ve M.TARI (2009), “Güvenilir Bir Para Politikası İçin Şeffaflık ve Hesap Verebilirliğin Önemi Üzerine Bir Değerlendirme”, *Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi*, Eskişehir.

CARARE, Alina, v.d. (2002), “ Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting”, *IMF Working Paper*, wp/02/102.

CHANG, R. (1998) "Policy Credibility and the Design of Central Banks," *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, Vol. 83, No. 1, First Quarter

CLARIDA, Richard, Jordi Gali, M. Gether (1999), “The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective”, *Journal of Economic Lite*, Vol XXXVII.

CUKIERMAN, A. vd. (1992) “Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes”, *The World Bank Economic Review*, Vol.6, No.3.

CUKIERMAN, Alex, (1994), "Central Bank Independence and Monetary Control," *The Economic Journal* (November)

ÇELİK ,A.V. (2006), *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bilançosu Açıklamalar, Rasyolar ve Para Politikası Yansımaları*, Ankara TCMB Yayınları

ÇOLAK, Ö.F. (2007), *İktisada Giriş*, 1.Baskı ,Eylül: Gazi Kitabevi

- ÇOLAKOĞLU, B.(2003), “T.C. Merkez Bankası Para Politikasının Güvenirliği”,
Finans-Politik Ekonomik Yorumlar.
- DAVIDSON,P.(1991), “Is Probability Theory Relevant for Uncertainty? ”, *Journal of Economic Perspectives*, vol.5, No.1.
- DEBELLE, G. (1997), “Inflation Targeting in Practice” *IMF Working Paper*,
wp/97/35
- DEMİRHAN İ. (2007), *Türkiye’ de Para Politikası Uygulamaları ve Enflasyon Hedeflemesi*, Sosyal Bilimler Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- DEQUECH, D. (1999), “Expectations and Confidence under Uncertainty”, *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.21, no:3, ss.415.
- DILLARD, D. (1950), *The Economics of John Maynard Keynes*, London: Prentice-Hall,
- DİNLER, Z. (2000) , *İktisada Giriş*, 6. Basım, Bursa, Ekin Kitabevi.
- DORNBUSCH, R. ve S. FICHER (1998), *Makro Ekonomi*, çev.S.Ak, M. Fisunoğlu, E.Yıldırım ve R. Yıldırım, 1. Basım: İstanbul, Akademi Yayınları
- DOWD, K. (1995) , “A Rule To Stabilize the Price Level”, *The CATO Journal*, Vol. 15, No.1.
- DOW,S.vd.(2005),“Monetary Policy by Signal”, *Revised Paper Submitted to conference proceedings*.
- DWYER, Gerald P. (1993), “Rules and Discretion in Monetary Policy”, Federal Reserve Bank of St. Lois Review.

- EIJFFINGER, S. C. HOEBERICHTS and E. SCHALING; (2000), "A Theory of Central Bank Accountability" *CEPR Discussion Paper* 2354
- EKELUND, R.B. ve R. D. Tollison(1986), *Economics*, Boston: Little, Brown,
- ENDERS, Walter. (1995), *Applied Econometric Time Series*, Canada: John Willy and Sons.
- ERCAN, F.(2005), *Para ve Kapitalizm*, İstanbul, Devrin Yayınları
- ERDOĞAN, F.(1997), *Para Politikasının Zaman tutarsızlığı ve güvenilirlik Problemi: Türkiye Örneği*, Ankara,Sermaye Piyasası kurulu, Yayın No.63.
- ERDOĞAN,S.(2004),"TCBM Yasası Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik Kriterlerine uygun mu?",*Muvzuat Dergisi*,yıl7,sayı78.
- ERTEKİN, M.S.(2001), "Türkiye’de 1980 Sonrasında Döviz Kuru Politikaları ve Dış Ticaret", Afyon Kocatepe Üniversitesi, *İİBF Dergisi*, C: 3, S: 1.
- ESEN,E.(2007), *Post Keynesyen İstihdam Analizi ve Türkiye Uygulaması*, Eskişehir, Doktora Tezi.
- ESER, Kadir (1994), " Merkez Bankasının Bağımsızlığının Makroekonomik PerformansÜzerindeki Etkileri,"*Uzman Gözüyle Bankacılık*, Sayı:7.
- FONTANA, G. ve B. GERRARD(2004), "A Post keynesian Theory of decision Making under Uncertainty" ,*journal of economic psychology*, Vol.25.
- FRASER, B. W. (1994) "Central Bank Independence: What Does It Mean?", *Reserve Bank of Australia Bulletin*.

- FRIEDMAN, M. (1980), “Survey Evidence on the Rationality of Interest Rate Expectations”, *The Journal of Monetary Economics*.
- FRIEDMAN, B. (2000), “Monetary Policy”, *National Bureau of Economic Research*, Working paper 8057
- FRISCH, H. (1984), *Theories Of Inflation*, Cambridge University Press.
- GAYIBOV, Mehman. (2001), *Gelişmekte Olan Ülkelerde İzlenen Para Politikaları ve 1980 sonrası Türkiye’de Yapılan Para Politikası Uygulamaları*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi SBE.
- GORDON, R. (1990), “What is New-Keynesian Economics?” , *Journal of Economic Literature*, vol. XXVII, pp:1115-1171.
- GÜNŞOY, B. (2001) “Hukuksal Yapı ve İktisadi Başarı: TCMB Örneği”, İ.Ü.Siyasal Bilimler Fakültesi Dergisi, Ekim 2000-Mart 2001, s.1.
- GRAY, S. and HOGGARTH, G. (1996), *Introduction to Monetary Operations*. Centre for Central Banking Studies, Bank of England, Handbooks in Central Banking No. 10.
- GUJARATI, D. (1999), *Temel Ekonometri*, Çev. Ümit Şenes, Gülay Şenes, İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- GÜNAL, M. (2001), “Merkez Bankasının Değişen Rolü ve Para Politikası Uygulamaları”, İstanbul: İMKB Yayını.
- GÜNEŞ, H. (1990) , “Türkiye’de Para Arzını Artıran Nedenler”, İTO Yayınları, No: 8, İstanbul.

- GÜNEŞ, H. (1992) , “Enflasyon Kontrolünde Alternatif Para Programı”, İstanbul: İTO Yayınları.
- GRILLI, V. vd. (1991), "Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries", *Economic Policy*, Vol:6 Number 2.
- HACIYEV, N. (2003), “Merkez Bankası Bağımsızlığı, Ülke Örnekleri ve Türkiye Uygulaması”, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.
- HAHN, V. (2002). *Transparency in monetary policy: a survey*. Erişim adresi: <http://www.cesifo-group.de/pls/portal/docs>.
- HUANG, Angela vd. (2001), “Monetary Policy Rules in Practice: Evidence From New Zealand”, *Bank of Finland Discussion Papers*, 18.
- JOHNSTON J. ve J. DİNARDO (1997), *Econometric Methods*, Mcgraw-Hill Editions, Fourth Edition
- ISSING, O. (2005), “Communication, Transparency, Accountability-Monetary Policy in Twenty-First Century”, *Federal reserve bank of st. Louis Review*, 87(2).
- KANSU, A. (2006), *Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri*, Birinci Basım İstanbul.
- KANSU, A. (2007), “Para Politikasında Şeffaflık ve Enflasyonist Beklentilerin Yönlendirilmesi” İstanbul Doğu Üniversitesi Dergisi: Cilt 8, Sayı 1.
- KESRİYELİ, M. (1997), *1980’den Günümüze Para Politikası Gelişmeleri*, TCMB, Araştırma Genel Müdürlüğü, Yayın No: 97/4, Ankara.

- KEYDER, N.(2000), *Para Teori ve Politika Uygulamaları*, Ankara geliştirilmiş 7 baskı, Bizim Büro Basımevi
- KEYNES,J.M.(1980), *İstihdam Faiz ve Paranın Genel Teorisi*, çev.A. Baltacıgil, İstanbul: Minnetoğlu Yayınları.
- KYDLAND, F. ve E. PRESCOTT. (1977), “Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans”, *Journal of Political Economy*, Vol:85, No. 3.
- LEWIS, M. Ve P. Mizen, (2000), *Monetary Economics*, Oxford University Press.
- LİPSEY G. Richard, Steiner O. Peter, Purvis D. Douglas, Courant N. Paul, *İktisat*, Çev: Doç. Dr. Ahmet Çakmak, Bilim Teknik Yayınevi, Eskişehir, 1990
- LOHMANN, S. (1992), “Optimal Commitment in Monetary Policy: Credibility versus Flexibility”, *American Economic Review*, vol.82, No.1.
- MANKIWI,G.(2009), *Makro Ekonomi*, Çev.Ö.Çolak vd., ,Ankara: Eflatun yayınevi
- MADDOCK,R. ve M. CARTER (1982), “A child's guide to rational expectations,” *Journal of Economic Literature* vol.20, Issue.1.
- MCCALLUM, Beneth. (2000), “Alternative Monetary Policy Rules A Comparison with Historical Settings for The United States, the United Kingdom, and Japan”, *Federal Reserve Bank of Richmand Economic Quarterly*, Vol.86/1.
- MELTZER,A.(1997), *On Making Monetary Policy More Effective Domestically and Internationally, Toward more Effective Monetary Policy*,ed. Iwao Kuroda London: Macmillian Press.

- MEYER, L. H. (2000) “The Politics of Monetary Policy: Balancing Independence and Accountability”, *Remarks*, The University of Wisconsin Press
- MISHKIN, F. (1996), “Understanding Financial Crises:a Developing Country Perspective”, *Annual World Bank Conference on Development Economics*.
- MİLLS. Terence, Raphael Markellos, (2008), *The Econometric Modeling of Financial Time Series Analyses*, Uk: Cambridge University Press.
- MİNFORD, P. Ve D.Peel (1988), *Rational Expectations and New Macroeconomics*, London, Blackwell
- MUTH, J. F. (1961), “Rational Expectations and the Theory of Price Movements” *Econometrica*, July, Vol 29, No 3
- NEUMANN, Manfred J.M. (2002),“Transparency in Monetary Policy”, *Atlantic Economic Journal*, Vol:30, No:4,
- OKİNA,K. (1997),*Policy Objectives and The Optimal Institutional Framework of a Central Bank*, Iwao Kuroda(ed.), Toward More Effevtive Monertary policy, London: Macmillian Pres.
- OKTAR, S. (1990), *Merkez Bankalarının Bağımsızlığı*, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul.
- ONUR, S. (2008) Türkiye Ekonomisinin de Faiz Oranları – Enflasyon İlişkisi Üzerine Bir Model Denemesi (1980 – 2005), *Kırıkkaleli Üniversitesi İİBF Dergisi*
- ÖNDER, T. (2005), *Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması*, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.

- ÖZATAY, F (2003), “Türkiye Ekonomisi ve IMF Politikaları”, *İktisat İşletme ve Finans*, Y:18, S:207,
- ÖZCAN, S. (2006), *Para Politikası Tercihleri ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki, Enflasyon Hedeflenmesi Politikasında Finansal İstikrar ve Türkiye Analizi*, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi - Ankara
- PARASIZ, İ. (1997), *Para Banka ve Finansal Piyasalar*, Bursa: ezgi kitabevi yayınlar
- PAYA, M. (1998) *Para Teorisi ve Para Politikası*, Filiz Kitabevi, İstanbul.
- PAYA, M. (2001), *Makro İktisat*, 2.Baskı, İstanbul: Filiz Kitabevi
- PARASIZ, İ. (1997) *Modern Makro Ekonomi*, Ezgi Kitabevi,1.Baskı.
- PARASIZ, İ. (1997) *Para Banka ve Finansal Piyasalar* , Bursa 6. Baskı: Ezgi Kitabevi .
- POOLE, W.(2001), “Expectations” *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 83(1)
- ROUSSEAS, S.(1998), *Post Keynesian Monetary Economics*, Macmillan Press Ltd.
- RAMANTHAN, R. (2002), *Introduction Econometrics With Applications*, SouthWest Press, Fifth edition.
- ROSE, P. S. , 1986, *Money and Capital Markets, The Financial System in the Economy*, (2. edition). Texas: Business Publications, Inc.
- ROMER, D. (1996) , *Advanced Macroeconomics*. Newyork: McGrawHill.

RUBENBURSCH, G. ve L. Svensson. (1999) “Policy Rules for Inflation Targeting “
John Taylor (ed), *Monetary Policy Rules*, Chicago: The University of Chicago
Pres.

SAVAŞ, V.(2005) *Keynesyen İktisat Yıkılırken*, Fatih Kitapevi, İstanbul

SCHİNASI, G. J. (2004). “Defining Financial Stability”, *IMF Working Paper*

SCHİNASI, G. J. (2003). “Responsibility of Central Banks for Stability in Financial
Markets”, *IMF Working Paper*

SİNCLAİR, P. J. N. (2000). “Central Banks and Financial Stability”, Bank of
England, *Quarterly Bulletin*.

SÖNMEZLER, G.(2006), “Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesinin Uygulanabilirliği”,
İktisat dergisi, sayı: şubat-mart, İstanbul,s18

SÜSLÜ B. (2005), *Türkiye’de Enflasyona Karşı İzlenecek Para Politikalarında
Nominal Çapaların Olası Rolü*, Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Doktora
Tezi , Muğla .

SVENSSON, L. (1999), “ How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of
Stability?”, *NBER Working Paper*, No. 7516.

ŞIKLAR, İ. (1999), “Enflasyon Hedeflemesi ve Para Talebinin Rolü”, *Eskişehir
Sanayi Odası*, Yayın No:27, Eskişehir,

Taylor, John B. (1998), “Applying Academic Research on Monetary Policy Rules:
An Exercise in Translational Economics”, *The Manchester School of
Economics-Social Studies*, Blackwell Publishing, Vol. 66(0), 1-16.

TELATAR, E. ve F. Erdoğan(1997),*Para Politikası Oyununda inandırıcılık*, Ankara:
Hacettepe Üniv. İ.İ.B.F.yayınları, No:25

TELATAR, E. (2002), *Fiyat İstikrarı Ne?Nasıl?Kimin İçin?*, Ankara: İmaj Yayınevi.

TCMB,(1997), *Yıllık Rapor*, Ankara

TCBM, (2000), *Yıllık Enflasyon Raporu*, Ankara.

TCMB, (2002), *Yıllık Enflasyon Raporu*, Ankara.

TCMB, (2003), *Yıllık Enflasyon Raporu*, Ankara.

TCMB, (2006), *Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı*

TCMB, (2007), *Yıllık Enflasyon Raporu*, Ankara.

TCBM, (2008a), *Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Kitapçığı*,
Ankara.

TCMB, (2008b), *2008 yılında Para ve Kur Politikası*, Ankara

TCMB,(2009a), *Enflasyon Raporu*, Ankara

TCMB, (2009b), *2010 Yılında Para ve Kur Politikası*, Ankara.

TOPTAŞ, A.B. (2005), *Merkez Bankasının Bağımsızlığı*, Sosyal Bilimler Doktora
Tezi, İzmir.

TUTAR, E.(2005),*Enflasyon Hedeflemesinin Ön Koşulları:Türkiye'de Para
Politikası Araçları ile Enflasyon Arasındaki İlişkinin İncelenmesi*,TCMB
Uzmanlık Tezi

YAĞCI, F.(2001),“Choice of Exchange Rate Regimes for Developing Countries”,*World Bank Africa Region Working Paper*,no.16.

YETKİN,Z.(2005), *Merkez Bankalarının Para Politikalarının Tasarımında İletişim Politikalarının Önemi ve Bekleyişlerin Yönetimi*, TCMB Uzmanlık Tezi, Ankara

YİĞİT,N.(2006),*Enflasyon Hedeflemesi*, Ankara Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi

WINKLER, B. (2002). Which Kind of Transparency? On the Need for Effective Communication in Monetary Policy-Making. *Ifo Studien*

EKLER

EK-1: Modelde Kullanılan Değişkenler

Ara.03	Tüfe	Enflasyon Beklentisi	GSYİ
Oca.04	10.59	-10.37	8.74
Şub.04	9.48	-7.15	12.63
Mar.04	8.40	-5.15	8.74
Nis.04	7.87	-5.42	11.94
May.04	7.31	3.44	11.94
Haz.04	7.08	-2.86	11.94
Tem.04	7.80	-3.81	8.05
Ağu.04	8.40	-3.96	8.05
Eyl.04	8.01	-2.06	8.05
Eki.04	9.43	-6.35	7.99
Kas.04	9.40	1.16	7.99
Ara.04	9.35	-3.33	7.99
Oca.05	9.24	-6.34	9.73
Şub.05	8.69	-5.5	5.95
Mar.05	7.94	-6.49	9.73
Nis.05	8.18	-0.69	7.7
May.05	8.70	-0.02	7.7
Haz.05	8.95	-3.47	7.7
Tem.05	7.82	-2.19	7.63
Ağu.05	7.91	-4.41	7.63
Eyl.05	7.99	-0.56	7.63
Eki.05	7.52	-3.05	9.79
Kas.05	7.61	-2.4	9.79
Ara.05	7.72	-3.07	9.79
Oca.06	7.93	-6.25	5.95
Şub.06	8.15	-1.19	5.95
Mar.06	8.16	-0.01	5.95
Nis.06	8.83	-0.18	9.74
May.06	9.86	4.86	9.74
Haz.06	10.12	23.94	9.74
Tem.06	11.69	12.91	6.29
Ağu.06	10.26	-0.29	6.29
Eyl.06	10.55	-4.77	6.29
Eki.06	9.98	-3.12	5.75
Kas.06	9.86	-2.71	5.75
Ara.06	9.65	0.32	5.75
Oca.07	9.93	-4.58	8.1
Şub.07	10.16	-1.16	8.1
Mar.07	10.86	0.41	8.1

Nis.07	10.72	-2.26	3.81
May.07	9.23	-0.54	3.81
Haz.07	8.60	-1.12	3.81
Tem.07	6.90	-3.19	3.18
Ağu.07	7.39	0.38	3.18
Eyl.07	7.12	-1.12	4.19
Eki.07	7.70	-4.33	4.19
Kas.07	8.40	-1.65	4.19
Ara.07	8.39	3.66	6
Oca.08	8.17	-2.28	9.78
Şub.08	9.10	0.32	6
Mar.08	9.15	2.82	2.84
Nis.08	9.66	12.02	2.84
May.08	10.74	13.28	2.84
Haz.08	10.61	10.46	1
Tem.08	12.06	-0.29	1
Ağu.08	11.77	1	1
Eyl.08	11.13	-2.02	-6.54
Eki.08	11.99	1.21	-6.54
Kas.08	10.76	4.08	-6.54
Ara.08	10.06	-5.42	-13.77
Oca.09	9.50	-11.14	-16.75
Şub.09	7.73	-6.85	-13.77
Mar.09	7.87	-4.03	-16.75
Nis.09	6.13	1.09	-13.77
May.09	5.24	-5.05	-7.89
Haz.09	5.73	1.69	-7.89
Tem.09	5.39	-0.44	-7.89
Ağu.09	5.33	-3.28	-3.28
Eyl.09	5.27	-0.33	-3.28
Eki.09	5.08	-0.93	-3.28

Ek-2: WHIT TESTİ

White Heteroskedasticity Test:				
F-statistic	0.401834	Probability	0.962805	
Obs*R-squared	6.024997	Probability	0.945238	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Sample: 2004:02 2009:07				
Included observations: 66				
Variable	Coefficien t	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	27.70074	27.28180	1.015356	0.3146
YENF	-0.171560	12.35287	-0.013888	0.9890
YENF^2	-3.060432	11.63261	-0.263091	0.7935
YY	0.776128	3.615429	0.214671	0.8309
YY^2	-0.316476	0.836742	-0.378224	0.7068
YBF	-4.016934	11.98737	-0.335097	0.7389
YBF^2	-0.730787	5.600738	-0.130480	0.8967
KUK	116.5073	141.0702	0.825882	0.4126
KUK1	-16.26004	17.44712	-0.931962	0.3557
KUK1^2	0.510015	0.526086	0.969453	0.3368
ENFB(-1)	3.567777	1.982632	1.799515	0.0777
ENFB(-1)^2	-0.157782	0.139811	-1.128535	0.2643
NET	-0.007075	0.020560	-0.344120	0.7321
NET^2	-1.84E-06	3.66E-06	-0.502083	0.6177
R-squared	0.091288	Mean dependent var	17.88064	
Adjusted R-squared	-0.135890	S.D. dependent var	56.95810	
S.E. of regression	60.70489	Akaike info criterion	11.23576	
Sum squared resid	191624.3	Schwarz criterion	11.70023	
Log likelihood	-356.7800	F-statistic	0.401834	
Durbin-Watson stat	2.091806	Prob(F-statistic)	0.962805	

EK-3: Kısmi Korelasyon Tablosu

Sample: 2004:02 2009:07						
Included observations: 66						
Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
. .	. .	1	- 0.038	- 0.038	0.1007	0.751
. .	. .	2	- 0.030	- 0.032	0.1641	0.921
. .	. .	3	- 0.021	- 0.024	0.1968	0.978
. .	. .	4	- 0.053	- 0.056	0.4005	0.982
. .	. .	5	- 0.029	- 0.035	0.4634	0.993
. .	. .	6	- 0.030	- 0.037	0.5301	0.997
. .	. .	7	0.016	0.008	0.5484	0.999
* .	* .	8	- 0.063	- 0.069	0.8514	0.999
. .	. .	9	- 0.020	- 0.030	0.8819	1.000
. .	. .	10	- 0.042	- 0.054	1.0209	1.000
. .	* .	11	- 0.055	- 0.067	1.2667	1.000
. .	. .	12	- 0.036	- 0.057	1.3758	1.000
. .	* .	13	- 0.055	- 0.077	1.6351	1.000
. .	* .	14	- 0.045	- 0.075	1.8064	1.000
. .	* .	15	- 0.030	- 0.061	1.8852	1.000
. .	. .	16	- 0.007	- 0.045	1.8893	1.000
. .	* .	17	- 0.037	- 0.074	2.0125	1.000
. .	* .	18	- 0.028	- 0.072	2.0850	1.000
. .	. .	19	0.053	0.007	2.3553	1.000
. .	* .	20	- 0.032	- 0.070	2.4533	1.000
. .	* .	21	-	-	2.6527	1.000

			0.045	0.095		
. *	. .	22	0.077	0.023	3.2549	1.000
. .	* .	23	-	-	3.2798	1.000
			0.015	0.059		
. .	* .	24	-	-	3.4851	1.000
			0.044	0.095		
. **	. *	25	0.200	0.155	7.8690	1.000
. .	* .	26	-	-	8.2347	1.000
			0.057	0.090		
* .	* .	27	-	-	8.6487	1.000
			0.060	0.096		
. .	* .	28	-	-	8.9972	1.000
			0.054	0.100		

EK-4 Tablo : ARCHLM Testi

ARCHLM Test:				
F-statistic	0.092231	Probability	0.762361	
Obs*R-squared	0.095020	Probability	0.757890	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Sample(adjusted): 2004:03 2009:07				
Included observations: 65 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	18.78665	7.521461	2.497740	0.0151
RESID^2(-1)	-0.038237	0.125906	-0.303696	0.7624
R-squared	0.001462	Mean dependent var	18.09414	
Adjusted R-squared	-0.014388	S.D. dependent var	57.37474	
S.E. of regression	57.78602	Akaike info criterion	10.98166	
Sum squared resid	210371.1	Schwarz criterion	11.04856	
Log likelihood	-354.9038	F-statistic	0.092231	
Durbin-Watson stat	2.002219	Prob(F-statistic)	0.762361	

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı : SERAP KAPIZ

Doğum Yeri : Manisa

Doğum Yılı : 1983

Medeni Hali : Bekar

EĞİTİM VE AKADEMİK BİLGİLER

Lise 1997-2000 : Aydın efeler lisesi

Lisans 2001-2006 : Karaelmas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
İktisat Bölümü

Yabancı Dil : İngilizce