

162767

T.C.

MUĞLA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

TÜRKİYE'DE ENFLASYONA KARŞI İZLENECEK PARA  
POLİTİKALARINDA NOMİNAL ÇAPALARIN OLASI ROLÜ

DOKTORA TEZİ

Hazırlayan

BORA SÜSLÜ

Tez Danışmanı

PROF. DR. ASLAN EREN

OCAK 2005

MUĞLA

T.C.  
MUĞLA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI

TÜRKİYE'DE ENFLASYONA KARŞI İZLENECEK PARA  
POLİTİKALARINDA NOMİNAL ÇAPALARIN OLASI ROLÜ

DOKTORA TEZİ

Hazırlayan

BORA SÜSLÜ

Tez Danışmanı

PROF. DR. ASLAN EREN

OCAK 2005

MUĞLA

T.C.  
MUĞLA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI

TÜRKİYE'DE ENFLASYONA KARŞI İZLENECEK PARA POLİTİKALARINDA  
NOMİNAL ÇAPALARIN OLASI ROLÜ

BORA SÜSLÜ

Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nce

“Doktor”

Unvanı Verilmesi İçin Kabul Edilen Tezdir.

Tezin Enstitüye Verildiği Tarih :

Tezin Sözlü Savunma Tarihi :26-01-2005

Tezin Danışmanı : Prof. Dr. Aslan Eren

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Ömer Faruk Çolak

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Osman Aydoğuş

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Ömer Gürkan

Jüri Üyesi : Doç. Dr. Kadir Eser

Enstitü Müdürü : Prof. Dr. Nihal ÖREN

OCAK 2005

MUĞLA

## YEMİN

Doktora tezi olarak sunduğum "Türkiye'de Enflasyona Karşı İzlenecek Para Politikalarında Nominal Çapaların Olası Rolü " 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.

27/12/2004

BORA SÜSLÜ





## TUTANAK

Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsünün 05/01/2005 tarih ve 280 sayılı toplantısında oluşturulan jüri, Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 37. maddesine göre, İktisat Anabilim Dalı Doktora öğrencisi Bora Süslü'nün "Türkiye'de Enflasyona Karşı İzlenecek Para Politikalarında Nominal Çapaların Olası Rolü" adlı tezini incelemiş ve aday 26/01/2005 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 başarılı olduğuna oybirliği ile karar verildi.

Prof. Dr. Aslan Eren  
Doktora  
Tez Danışmanı

Prof. Dr. Ö. Garban

Üye

Prof. Dr. Osman  
AYDOĞUS

Üye

Üye

Prof. Dr. Ö. Feruk  
Solak

Üye

Doç. Dr. Kadir Ege

Üye

Üye

TEZİN YAZILDIĞI DİL : Türkçe

TEZİN SAYFA SAYISI : 251

TEZİN KONULARI :

1. Enflasyonun Tanımı, Fiyat İstikrarı ve Para Politikası Türleri
2. Fiyat İstikrarını Sağlamada Para Politikası Uygulamaları
3. Türkiye’de Para Politikası Uygulamasında Çapalar
4. Enflasyon ve Nominal Çapalar Arasındaki İlişkinin Ampirik Olarak Sınanması
5. Sonuç

TÜRKÇE ANAHTAR KELİMELER :

1. Nominal Çapalar
2. Merkez Bankasının Bağımsızlığı
3. Para Politikaları
4. Enflasyon Hedeflemesi

İNGİLİZCE ANAHTAR KELİMELER :

1. Nominal Anchors
2. Independence of Central Bank
3. Monetary Policy
4. Inflation Targeting

- 1 – Tezimden fotokopi yapılmasına izin vermiyorum. o
- 2 – Tezimden dipnot gösterilmek şartıyla bir bölümün fotokopisi alınabilir. o
- 3 – Kaynak gösterilmek şartıyla tezimin tamamının fotokopisi alınabilir. ●

Yazarın İmzası :

Tarih: 27/12/2004

## KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı : BORA SÜSLÜ  
Doğum Yeri : Zonguldak  
Doğum Yılı : 1974  
Medeni Hali : Evli

## EĞİTİM VE AKADEMİK BİLGİLER

Lise : 1984-1991 T.E.D. Zonguldak Koleji  
Lisans : 1993-1997 Muğla Üniversitesi İ.İ.B.F. İktisat Bölümü  
Y. Lisans : 1998-2000 Muğla Üniversitesi S.B.E. İktisat Anabilim Dalı  
Yabancı Dil : İngilizce

## MESLEKİ BİLGİLER

1998-.... Muğla Üniversitesi İ.İ.B.F. İktisat Bölümünde Araştırma Görevlisi

## ÖZET

Bu çalışmanın temel amacı Türkiye Ekonomisi için fiyat istikrarını sağlamada en uygun nominal çapayı bulmaktır. 2000 yılında TCMB bugüne kadarki en ciddi anti-enflasyonist programı ortaya koymuş ve programı bir nominal çapa olan sabit döviz kuru politikasına dayandırmıştır. Ancak program daha yılını doldurmadan kriz ile sonuçlanmıştır. Krizden sonra TCMB izlediği sabit döviz kuru politikası nedeniyle çok eleştirilmiştir. Ancak nominal çapaların başarılı olabilmesi için uygun ekonomik ortamın oluşup oluşmadığına kimse değinmemiştir. Bu çalışmada da nominal çapa uygulamasının başarılı olabileceği ekonomik durum ortaya konularak, Türkiye Ekonomisi için en uygun nominal çapa araştırılmıştır. Çalışmada, dışa açık, para ikamesi yaygın ve pasiflerin dolarizasyonunun yaşandığı bir ülkede fiyat istikrarı için en uygun nominal çapa olarak döviz kuru varlığını koruduğu sonucuna ulaşılmıştır.

## Abstract

The main goal of the study is to determine the most appropriate nominal anchor for price stability in the Turkish economy. CBRT has used the most serious anti-inflationist program in 2000, and maintained this program with fix exchange rate, which is a kind of nominal anchor. Unfortunately, the program ended up with failure before it completed a full year due to economic crises in the economy. After crises the CBRT has been criticized because of fix exchange rate use, however none has mentioned necessary conditions for anchors to be succesful. For this reason, this study analyzes economic conditions needed for a nominal anchors to be successful and determines the best nominal anchor for the Turkish economy. The study concludes that exchange rate is the most appropriate nominal anchor for an open country experiencing monetary substitution and dollarization in its passives such as Turkey.

İÇİNDEKİLER.....	i
ŞEKİL VE GRAFİK LİSTESİ.....	vii
TABLolar LİSTESİ.....	ix
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xi
GİRİŞ.....	1

## BİRİNCİ BÖLÜM

### ENFLASYONUN TANIMI, FİYAT İSTİKRARI VE PARA POLİTİKASI TÜRLERİ

I-ENFLASYON.....	5
A-ENFLASYONUN TANIMI VE NEDENLERİ.....	5
B-ENFLASYONUN MALİYETİ.....	7
II-ENFLASYONUN DİĞER NOMİNAL DEĞİŞKENLER İLE İLİŞKİSİ.....	11
III-ENFLASYON BEKLENTİSİ VE FİYAT İSTİKRARI.....	19
A-ENFLASYON BEKLENTİSİ VE PARA POLİTİKASI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ.....	19
B-FİYAT İSTİKRARININ ÖNEMİ.....	22
IV. FİYAT İSTİKRARINI SAĞLAMADA PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI.....	28
A-PARA OTORİTESİNİN KARAR PROBLEMİ VE PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI.....	28
1-Zaman Tutarsızlığı ve Güvenilirlik Problemi.....	29
a-Zaman Tutarsızlığı.....	30

c-Politik Otoritenin Yetkilerini Bir Temsilciye Bırakması: Merkez Bankasının Bağımsızlığı.....	36
<b>B-GÜVENİLİRLİĞİ SAĞLAMADA PARA POLİTİKASI UYGULAMASI..</b>	<b>40</b>
1-İhtiyari Politikalar.....	42
2-Kural Politikası .....	45
3-Kandırma Politikası .....	46

## İKİNCİ BÖLÜM

### FİYAT İSTİKRARINI SAĞLAMADA PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

<b>I. PARA POLİTİKASI AÇISINDAN ENFLASYONU DÜŞÜRMEDE NOMİNAL ÇAPALAR.....</b>	<b>53</b>
A- NOMİNAL ÇAPALARIN TAŞIMALARI GEREKEN ÖZELLİKLER VE NOMİNAL ÇAPA SEÇİMİ.....	54
B-NOMİNAL ÇAPALARIN BAŞARISI İÇİN GEREKLİ UNSURLAR .....	57
<b>II-DÖVİZ KURU ÇAPASI .....</b>	<b>59</b>
A-Döviz Kuru Rejimlerinin Sınıflandırılması .....	60
1- Dalgalı Rejimler.....	62
2- Ara Rejimler .....	63
3- Sabit Parite Rejimleri.....	65
4- Katı Sabit Rejimler .....	68
B- DÖVİZ KURU SEÇİMİ VE SONUÇLARI .....	70
1-Döviz Kuru Rejimlerinin Seçiminin Sonuçları.....	72
a- Esneklik ve Güvenilirlik .....	73

b- Kanada'da Uygulanan Enflasyon Hedeflemesinin Değerlendirilmesi	107
c- Kanada'da Enflasyon Hedeflemesi Deneyiminin Sonuçları.....	109
3- Şili Deneyimi .....	110
a-Şili'de Enflasyon Hedeflemesine Geçiş ve Uygulama Sonuçları .....	111
b-Şili Enflasyon Hedeflemesi Deneyiminin Sonuçları ve Değerlendirilmesi .....	114
4-Brezilya Deneyimi .....	116
E- GENEL DEĞERLENDİRME.....	119
IV-PARA POLİTİKASI ARAÇLARININ TAAHHÜDÜ .....	121
V- PARASAL HEDEFLEME .....	125

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI UYGULMASINDA ÇAPALAR

I-TÜRK EKONOMİSİNDE ÇAPALARIN ROLÜ.....	128
II-TCMB'NİN PARA POLİTİKASININ AMAÇLARI VE KISITLARI.....	131
III-PARASAL BÜYÜKLÜKLER .....	135
IV-TCMB'NİN DÖVİZ KURU POLİTİKASI UYGULAMA SONUÇLARI .....	150
A-TÜRKİYE'DE YAŞANAN KASIM 2000 VE ŞUBAT 2001 FİNANSAL KRİZLERİNİN NEDENLERİ .....	156
1- İzlenilen Döviz Kuru Politikasında Yaşanan Olumsuzluklar ve Mali Kesimdeki Zayıflıklar .....	156
2- Dezenflasyon Programının Aksaklıkları.....	162
3-Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini Teşvik Eden Sıcak Para Politikasının Ters Tepmesi .....	163
B) GENEL DEĞERLENDİRME .....	164

1-Döviz Kuru Rejimlerinin Seçiminin Sonuçları.....	72
a- Esneklik ve Güvenilirlik .....	73
b- İstikrarsızlık ve Denge .....	73
c-Parasal Krizlerden Zarar Görme .....	74
d-Parasal Otoritenin Güvenilirliği.....	74
III-ENFLASYON HEDEFLEMESİ .....	78
A-Enflasyon Hedeflemesi İçin Ön Koşullar .....	80
1-Para Otoritesinin Bağımsızlığı ve Güvenilirliği.....	81
2- Para Otoritesinin Şeffaflığı ve Hesap Verilebilirliği .....	82
3-Makro Ekonomik ve Siyasal İstikrar .....	84
B- ENFLASYON HEDEFLENMESİNİN TASARLANMASI VE UYGULANMASI.....	87
1-Fiyat Endeksinin Seçimi .....	87
2- Fiyat Seviyesi veya Enflasyon Hedeflemesi Kararının Verilmesi .....	88
3- Hedefin Bant İçerisinde mi yoksa Nokta Hedefi İçerisinde mi Uygulanacağına Kararı .....	90
4- Uygulama Döneminin Seçilmesi .....	91
C-ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN AVANTAJ VE DEZAVANTAJLARI.....	92
D-ENFLASYON HEDEFLEMESİNDE ÜLKE DENEYİMLERİ.....	93
1- Yeni Zelanda Deneyimi .....	96
a- Yeni Zelanda'da Enflasyon Hedeflemesine Geçiş ve Uygulama Sonuçları .....	97
b- Yeni Zelanda'da Uygulanan Enflasyon Hedeflemesinin Değerlendirilmesi.....	101
c- Yeni Zelanda Enflasyon Hedeflemesi Deneyiminin Sonuçları .....	103
2-Kanada Deneyimi .....	104
a- Kanada'da Enflasyon Hedefine Geçiş ve Uygulama Sonuçları.....	105



V.ENFLASYON HEDEFLEMESİ.....	167
A- TCMB Bağımsızlığının Gelişimi.....	180
1-Araç Bağımsızlığı .....	180
2-Hesap Verebilirlik ve Kamuoyunun Bilgilendirilmesi .....	180
3-Para Politikası Kurulu.....	181
IV-GENEL DEĞERLENDİRME .....	184

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### ENFLASYON VE NOMİNAL ÇAPALAR ARASINDAKİ İLİŞKİNİN AMPİRİK OLARAK SINANMASI

I-EKONOMETRİK ANALİZDE KULLANILAN VERİLERİN DEĞERLENDİRİLMESİ .....	187
II-ZAMAN SERİLERİNİN DURAĞANLIK ÖLÇÜMÜ .....	190
III- ZAMAN SERİLERİNDE DURAĞANLIĞIN BİRİM KÖK İLE SINANMASI .....	190
A- VAR MODELİNDE KULLANILACAK OLAN ZAMAN SERİLERİNİN DURAĞANLIK TESTLERİ.....	191
IV-VEKTÖR OTOREGRASYON MODELLERİNİN TANITILMASI VE TAHMİNLERDE KULLANILMASI.....	192
V-VARYANS ANALİZİNE DAYANILARAK DEĞİŞKENLERİN HATA TERİMLERİNİN AYRIŞTIRILMASI .....	193
A- ENFLASYON RİSKİNİN MODELLENMESİ .....	194
B- ENFLASYON İLE NOMİNAL ÇAPALAR ARASINDAKİ İLİŞKİNİN VAR MODELİ İLE İNCELENMESİ .....	195

C-ENFLASYON BEKLENTİSİ İLE NOMİNAL ÇAPALAR ARASINDAKİ İLİŞKİNİN VAR ANALİZİ İLE İNCELENMESİ .....	197
D- ENFLASYON RİSKİ İLE NOMİNAL ÇAPALAR ARASINDAKİ İLİŞKİNİN VAR ANALİZİ İLE İNCELENMESİ .....	201
VI-GRANGER NEDENSELLİK TESTİ SONUÇLARI.....	203
VII-ETKİ-TEPKİ ANALİZİ.....	210
VIII-GENEL DEĞERLENDİRME .....	213
SONUÇ .....	214
KAYNAKÇA.....	225
EKLER.....	245



## Şekil ve Grafik Listesi

<b>Grafik 1:</b> Enflasyonun Maliyet ve Kârları	10
<b>Grafik 2:</b> Enflasyon –Büyüme Oranları	18
<b>Grafik 3:</b> Enflasyonist Atalet ve Enflasyonla Mücadele Politikasının Maliyeti	21
<b>Grafik 4:</b> Zaman Tutarsızlığı	31
<b>Grafik 5:</b> Zaman Tutarlılığı	32
<b>Grafik 6:</b> Alternatif Döviz Kurlarının Belirlenmesi	77
<b>Grafik 7:</b> Yeni Zelanda'da İşsizlik-GSYİH Gelişmeleri	102
<b>Grafik 8:</b> 1984-2003 Yılları Arasında Kanada'da Enflasyon-Faiz Oranlarındaki Gelişmeler	107
<b>Grafik 9:</b> 1984-2003 Yılları Arasında Kanada'da İşsizlik ve GSYİH Gelişmeleri	109
<b>Grafik 10:</b> Şili'de 1990-2003 Yılları Arasında Gerçekleşen TÜFE Değerleri	114
<b>Grafik 11:</b> Şili'de 1986-2002 Yılları Arasında Gerçekleşen Ekonomik Büyüme Değerler	115
<b>Grafik 12:</b> Rezerv Para ve TCMB Parasındaki Dalgalanma	136
<b>Grafik 13:</b> Parasal Büyüklüklerdeki Gelişmeler (1990-1995)	147
<b>Grafik 14:</b> Parasal Büyüklüklerdeki Gelişmeler (1995-2003)	148
<b>Grafik 15:</b> Parsal Büyüklüklerdeki Değişim(1990-2003)	150
<b>Grafik 16:</b> Tefe ve Özel İmalat Sanayi Fiyatları Kullanılarak Hesaplanan Reel Kur Endeksi*	153
<b>Grafik 17:</b> Döviz Kuru ve Döviz Rezervlerindeki Dalgalanma (%)	165
<b>Grafik 18:</b> 2004 Yılı Enflasyon Beklentileri ve Kısa Vadeli Merkez Bankası Faizleri	169
<b>Grafik 19:</b> Enflasyon Beklentileri	173
<b>Grafik 20:</b> Fiyat Düzeyinin Standart Sapması	176
<b>Grafik 21:</b> Enflasyon Oranın Standart Sapması	176
<b>Grafik 22:</b> İmalat Sanayinde Reel Ücret Endeksinin Gelişimi	178
<b>Grafik 23:</b> Türkiye'de Dönemler İtibariyle Üretim Açığı ve Potansiyel GSYİH	179

<b>Grafik 24:</b> 1990-2003 Yılları Arasında Nominal apaların Standart Sapmalarındaki Gelişmeler	185
<b>Grafik 25:</b> Enflasyon Beklentisi ve Nedensellik İlişkileri	209
<b>Grafik 26.</b> Türkiye’de 1990-2001 Yılları Arasında Enflasyonda Beklenen ve Gerçekleşen Yıllık Artışlar ile Risk Düzeyindeki Gelişmeler (%)	211
<b>Grafik 27.</b> Türkiye’de 1990-2001 Yılları Arasında Döviz Kurunda Beklenen ve Gerçekleşen Yıllık Artışlar ve Risk Düzeyindeki Gelişmeler (%)	212
<b>Grafik 28:</b> Nominal Değişkenlerdeki Bir Birimlik Şokun Enflasyon Beklentisi zerindeki Etkisi	214



## Tablolar Listesi

<b>Tablo 1:</b> Para Politikası Uygulamalarının Kayıp Fonksiyon Değerleri ve Temel Makro Büyüklükler	50
<b>Tablo 2:</b> LYS Sınıflandırmasının Kriterleri	61
<b>Tablo 3:</b> Döviz Kuru Rejimlerinin Sınıflandırılması	62
<b>Tablo 4:</b> Döviz Kuru Politikalarının Temel Özellikleri	71
<b>Tablo 5:</b> 4 Ülkede Enflasyon Hedeflemesinin Tasarımı ve Yürütülmesi	95
<b>Tablo 6:</b> Y.Zelanda'da Enflasyon ve GSYİH Artış Oranları	102
<b>Tablo 7:</b> Kamu Bütçesi, Faiz Dışı Fazla ve Kamu Borçlanma Gereğinin GSMH'ye Oranı (%)	134
<b>Tablo 8:</b> Türkiye'de Sermaye Akımları ve Cari İşlemler Dengesi (milyon \$)	138
<b>Tablo 9:</b> 1990-1994 Para Program Hedefleri ve Gerçekleşmeler (%)	135
<b>Tablo 10:</b> TCMB'nin 1996-1997 Yıllarında Hedefleri ve Gerçekleşmeleri	136
<b>Tablo 11:</b> TCMB'nin 1998 Yılı Para Programına Göre Bilanço Büyüklükleri Artış Hızlar %	137
<b>Tablo 12:</b> 2000 Yılı Stand-by Anlaşmasına Göre Analitik Bilanço Büyüklükleri	139
<b>Tablo 13:</b> 2000-2002 Arasındaki Dönmede Parasal Büyüklüklerin Gelişimi (Trilyon TL)	143
<b>Tablo 14:</b> 5 Nisan 2003 Tarihli Niyet Mektubu'ndaki Hedef Parasal Büyüklükler (Trilyon TL)	144
<b>Tablo 15:</b> 2000 Yılı Stand-by Anlaşmasına Göre Belirlenen Analitik Bilanço Kapsamına Göre Yıl Sonu Değerleri (milyarTL)	146
<b>Tablo 16:</b> 1990 yıllarda Para Politikasının Genel Değerlendirilmesi	149
<b>Tablo 17:</b> Türkiye'de Dışa Açıklık ve Para İkamesi Oranı (%)	151
<b>Tablo 18:</b> TÜFE İçin Varyans Ayırıştırım Sonuçları (%)	151
<b>Tablo 19 :</b> Türkiye'de Kriz Döneminde Döviz Tevdiat Hesabında, Reel Döviz Kuru İndeksinde ve Ticari Bankaların Sendikasyon Kredileri Hacminde Gelişmeler	158
<b>Tablo 20:</b> Türkiye'de Bankaların Açık Pozisyonları	160
<b>Tablo 21 :</b> Türkiye'de Kriz Öncesi ve Sonrası Gecelik İşlemlere Uygulanan Basit Faiz Oranları (Ağırlıklı Ort.)	161
<b>Tablo 22:</b> Türkiye'de Kısa Vadeli Dış Borç/Döviz Rezervi Oranlarındaki Gelişmeler	164

<b>Tablo 23:</b> O/N Faizleri ile Diğer Faizler ve Enflasyon Arasındaki Korelasyon İlişkisi	170
<b>Tablo 24:</b> 1990'lı Yıllarda TEFE Değişkeninin Varyans Ayrıştırması (%)	171
<b>Tablo 25:</b> 1990-1994 Para Program Hedefleri ve Gerçekleşmeler (%)	177
<b>Tablo 26:</b> TCMB'nin Uyguladığı Politika Ortamları Ve Enflasyon Oranları (%)	183
<b>Tablo 27:</b> Ekonometrik Testlerde Kullanılacak Zaman Serilerinin Tanıtımı	188
<b>Tablo 28:</b> Serilerin Birim Kök Testleri: 1990-2003	193
<b>Tablo 29:</b> Enflasyon Varyans Ayrıştırım Sonuçları	197
<b>Tablo 30:</b> Enflasyon Serisinin LM Testi Verileri	199
<b>Tablo 31:</b> Enflasyon Beklentisi Varyans Ayrıştırım Sonuçları	201
<b>Tablo 32:</b> Enflasyon Riskinin Arch Ve Garch Modellerine Uygunluk Tablosu	203
<b>Tablo 33:</b> Enflasyon Riski Varyans Ayrıştırım Sonuçları	204
<b>Tablo 34:</b> Granger Nedensellik Testleri Sonuçları	207

**Kısaltmalar Listesi**

**APİ:** Açık Piyasa İşlemleri

**DİBS:** Devlet İç Borçlanma Senetleri

**DTH:**Döviz Tevdiat Hesabı

**LYS:** Levy-Yeyati ve Struzenegger Sınıflandırması

**MBP:**Merkez Bankası Parası

**MCI:** Parasal Durum Göstergesi

**OCR:**Resmi Nakit Oranı

**OECD:** Ekonomik kalkınma ve İşbirliği Örgütü

**TCMB:** Türkiye Cumhuriyeti Merkez bankası

**VAR:** Vektör Otoregresif Analiz



## Giriş

Enflasyon ve yol açtığı istikrarsızlık geliştirmekte olan ülkelerin en önemli ekonomik problemlerden birini oluşturmaktadır. Enflasyon hem gelir dağılımını bozmakta hem de risk ve belirsizliği artırarak yatırımları düşürmektedir. Böylece ülkelerin büyüme hızlarını olumsuz yönde etkilemektedir. Enflasyonun getirdiği bu olumsuz ekonomik koşullar, toplumsal huzur ve barışı da tehdit etmektedir. Enflasyon tamamen parasal bir olgu olmasa bile, enflasyonla mücadele görevi genelde merkez bankalarına verilmiştir. Merkez bankalarının uygulayacakları para politikalarında temel amaç fiyat istikrarını sağlamak olmaktadır. Merkez bankaları fiyat istikrarı sağlayabilmek için parasal büyüklüklerden, döviz kuru ve enflasyon hedeflemesine kadar uzanan nominal çapaları kullanmaktadırlar. Para politikası günümüzde değişik çapalar etrafında tasarlanmaktadır.

Para politikasının temel amacı, enflasyonun ekonomik kararları etkilemeyecek ölçüde düşük oranlarda tutulduğu makûl bir fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Bu açıdan fiyat istikrarı ile kastedilen şey, enflasyondaki dalgalanmaların minimize edilmesidir. Bir başka deyişle ekonomik kararları etkilemeyecek ölçüde düşük tutulduğu makûl bir orandır. Ekonomik büyüme dinamizmini enflasyondan daha fazla, enflasyondaki değişmelerin getirdiği belirsizlik, olumsuz yönde etkilemektedir. Fiyat istikrarının sağlandığı bir ortamda bu belirsizlik azalır. İstikrarlı bir ortamda iktisadi birimler rahatlıkla sözleşme yapabilecekleri için ekonomiye dinamizm gelir. Örneğin projelerin risk primleri küçülür, maliyet hesapları daha sağlıklı yapılır. Fiyatlarda istikrar sağlamanın yolu ise iktisadi birimlerin beklentilerini etkilemektir.

Toplumun beklentilerini değiştirebilmek için merkez bankaları nominal bir çapaya gereksinim duymaktadırlar. Fiyatlarda istikrarı sağlayabilecek nominal bir çapanın desteği ile enflasyon beklentileri etkilenebilirse, enflasyon oranı konusunda piyasaya güvenilir bilgi verilebilecektir. İktisadi birimler nominal çapa yardımı ile gelecekteki fiyat düzeyinin ne olacağı konusunda doğru bilgilenmeleri ve sözleşmelerini buna göre yapmaları üretimdeki dalgalanmaları da azaltacaktır.

TCMB, 2000 yılında bugüne kadarki en ciddi dezenflasyon programını ortaya koymuş, bunu da döviz kuru nominal çapasına dayandırmıştır. Ancak program kriz



ile sonuçlanmış ve terk edilmiştir. Ortaya çıkan kriz sonrası TCMB seçtiği nominal çapa olan döviz kuru nedeniyle eleştirilmiş, döviz kuru nominal çapası krizin başlıca sorumlusu ilan edilmiştir. Bununla birlikte tartışmalarda, ideal nominal çapaların taşınması gereken özellikler ve nominal çapaların başarılı olması için gereken unsurlar dikkate alınmamıştır. Gerçekten krizin sorumlusu seçilen nominal çapa mıdır? Yoksa nominal çapa uygulamasını başarılı olmasını sağlayacak ekonomik şartları sağlayamayan ekonomik kurumlarımızdır?

Bu açıdan TCMB için fiyat istikrarını sağlayabilmek uğraşında nominal çapaların temel özelliklerini dikkate alarak, ideal olan nominal çapanın hangisi olduğunu araştırmak, bu tezin temel amacıdır. Bu doğrultuda aşağıdaki sorulara yanıt aranmıştır.

- Enflasyonun maliyetleri nelerdir ?
- Fiyat istikrarını sağlamak için para politikası nasıl uygulanmalıdır ?
- İdeal nominal çapaların özellikleri nelerdir ?
- Hangi nominal çapa fiyat istikrarı açısından daha avantajlıdır ?

Tezin birinci bölümünde bu sorulara yanıt aramak için enflasyonun maliyetleri ve nominal çapa olarak kullanılacak diğer değişkenler ile ilişkisi teorik olarak incelenecektir. Fiyat istikrarının ne anlama geldiği, neden merkez bankalarının nihai hedef olarak fiyat istikrarını aldıkları, yine bu bölümde incelenecektir. Bu bölümde ayrıca fiyat istikrarını sağlamak için para otoritesinin izleyebileceği para politikası uygulamalarına yer verilecektir.

İkinci bölüm de ise nominal çapalar detaylı bir şekilde incelenecektir. İdeal nominal çapaların özellikleri verildikten sonra Dünyada ve Türkiye’de bugüne kadar uygulanan çapaların özellikleri detaylı bir şekilde incelenecektir. Bu bölümde temel beş çapa ayrıntılı olarak anlatılacaktır.

Üçüncü bölümde Türkiye’de 1990-2004 yılları arasında izlenen para politikaları nominal çapalara dayanarak analiz edilecektir.

Dördüncü bölüm ise ampirik bölümdür. Bu bölümde VAR modeli kullanılarak fiyat istikrarı ile teorik bölümde ortaya konulan nominal çapalar arasındaki ilişki araştırılacak ve ideal nominal çapaların özelliklerine dayanılarak, en uygun nominal çapa bulunmaya çalışılacaktır.

Yukarıda anlatıldığı gibi temel problem enflasyon değil, enflasyonun yarattığı belirsizliktir. Para politikasında bu belirsizliği ortadan kaldırmanın yolu ise para politikasını nominal çapalara dayandırmaktan geçer. Türkiye, parasal büyüklükleri ve döviz kurunu fiyat istikrarı için nominal çapa olarak kullanmıştır. 2001 yılının ikinci yarısından itibaren ise örtük enflasyon hedeflemesi uygulanmaya başlamıştır. Acaba çapa olarak hem parasal büyüklüklerin hem de döviz kurunun çapa olarak uygulanması gerçekten başarısız mıydı ? Başarısız ise nedenleri neydi ? Türkiye şu anki koşullar ile enflasyon hedeflemesine geçmeye uygun bir ortamda mıdır ?

Çalışmanın amacı ‘Türkiye’de fiyat istikrarını sağlamada ve enflasyonist beklentileri etkilemede hangi çapa uygulaması daha etkin olabilir?’ sorusuna cevap aramaktır. Bu anlamda temel hipotezlerimiz:

1- Bağımsızlık şartı altında fiyat istikrarını sağlayacak en iyi para politikası kural politikasıdır.

2- Kısa vadede fiyat istikrarını sağlamanın en iyi yolu döviz kurunu nominal çapa olarak kullanmaktır.

Bu çalışma ile Türkiye için en uygun çapa politikası araştırılacak ve nedenleri ile ortaya konulmaya çalışılacaktır. Tezde farklı çapa uygulamaları, ideal çapanın taşınması gereken özellikler, çapaların avantaj ve dezavantajları üzerinde durularak, fiyat istikrarını sağlamada çapaların rolü değerlendirilecektir. Ayrıca TCMB için fiyat istikrarını sağlayacak en uygun nominal çapa ekonometrik analiz ile test edilecektir.

Çalışmada bazı temel varsayımlar bulunmaktadır. Bu temel varsayımlar şunlardır:

Enflasyon kısa vadede parasal yapıda olmasına karşın uzun vadede kurumsal bir yapı arz eder. Uzun vadede para politikası yanında yapısal reformlar, enflasyon ile mücadelede daha önemli hale gelir.

İkinci varsayım ise ekonomide bütün piyasaların esnek olduğudur. Piyasalar esnek olmaz ise ortaya çıkacak şoklar kendi başına enflasyonist olabilecektir. Örneğin, işçiler ücretlerini önemli ölçüde arttırdığında (reel şok) merkez bankaları bu şoka karşı para miktarını sabit tutar ise düşen reel balanslar faizleri yükselterek ekonomide hem enflasyon hem de stagflasyon yaratabilir. Bu durumda merkez bankaları stagflasyona yol açmamak için para miktarını artırmak zorunda kalır. Dolayısıyla hangi çapa kullanılırsa kullanılsın, fiyatlar ile çapa arasında uyum sağlıklı olmaz ise para politikası başarısız olur.

Son varsayım ise piyasalarda eksik bilgi söz konusu olduğudur. İktisadi birimler fiyatlar genel düzeyi hakkında bilgiye sahip değillerdir. Bu eksikliklerinden dolayı gelecek ile ilgili tahminde bulunurlar. Bu tahminler rasyonel ve/veya irrasyonel temellere dayanır. Tahmin edilen fiyatlar genel düzeyi gerçekleştiren fiyatlardan ne kadar farklı çıkar ise ekonomi dengeden o ölçüde uzaklaşır. Çapa kullanımının amacı da bu eksik bilgi probleminin yarattığı sakıncaları gidermektir.

Kullanılan bilimsel araştırma teknikleri ise sırasıyla; literatür taraması, kavramsal analiz ve ekonometrik uygulama olmuştur. Literatür taramasında teorik bilgi için gerek internet ortamında tarama yapılmış gerekse çeşitli üniversitelerin kütüphanelerine gidilmiştir. Bununlaa birlikte yine teorik bölüm için hem yurt içinden hemde yurt dışından çeşitli iktisatçılar ile görüş alışverişinde bulunulmuştur. Ampirik bölüm için kullanılan veriler Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İstatistiki Veriler veri tabanından sağlanmıştır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### ENFLASYONUN TANIMI, FİYAT İSTİKRARI VE PARA POLİTİKASI TÜRLERİ

#### I-Enflasyon

##### A-Enflasyonun Tanımı ve Nedenleri

Enflasyon, fiyatlar genel düzeyinde meydana gelen sürekli ve hissedilebilir düzeydeki yükselmedir. Ekonomilerde genel olarak ekonomide toplam arzı göre toplam talebin daha hızlı artmasından kaynaklanmaktadır. Reel ve nominal GSMH arasında bir fark var ise, bu fark fiyatlardaki değişimlerden ortaya çıkar (Romer, 1993: 872). Toplam arzı aşan her türlü talep yükselmesi fiyatları yükseltmektedir. Bu da büyük bir olasılıkla enflasyona yol açmaktadır.

Bir ekonomide üretilen binlerce maldan bazılarının fiyatları artarken bazılarının da fiyatları düşebilir. Böyle bir durumda enflasyondan söz etmek pek mümkün olmaz. Fiyat yükselmelerinin enflasyon olarak nitelendirilebilmesi için, bunun genel boyutlu olması; yani bütün mal ve hizmetleri kapsamaması gerekmektedir.

Fiyat yükselmeleri her ne kadar enflasyonu tanımlasa da, temel problem fiyat yükselişlerinin nedenlerini ortaya koymaktır. Dolayısıyla enflasyon olgusuna daha geniş bir perspektiften bakıldığında enflasyona ekonomik bir sorun olarak değil, ekonomideki değişik sorunların bir göstergesi olarak bakılabilir (Eren, 2002: 98). İnsanoğlunun paralı ekonomiye geçtiği günden bugüne enflasyon, toplumdaki

- kaynak yetersizliğinin,
- yeni değerler, teknoloji veya verim artışı yaratamamanın,
- toplumların demografik özelliklerinin bir sonucu olmuştur denilebilir.

Genel olarak üç temel nedene bağı kalınarak enflasyonu bir sonuç olarak görme yaklaşımı, aynı zamanda enflasyonu arz yetersizliklerine veya aşırı talebe dayanarak açıklama yaklaşımına da paraleldir.

Kaynak yetersizliği sorunu, özellikle gelişmekte olan ülkelerde gerek kamu açıklarından gerekse firmaların öz kaynak yetersizliklerinden ortaya çıkan kredi taleplerindeki artış yoluyla, ekonomideki toplam para miktarını arttıran bir unsur haline gelmektedir. Bu durumda toplam arza göre toplam talep hızla artarak enflasyonu hızlandırmakta ve gelir dağılımını bozarak yeni bir kaynak - harcama dengesi sağlamaktadır. Bir çok gelişmekte olan ülkede yaşanan enflasyonun önemli nedenlerinden biri de budur. Girişimcilerin, fiyatların yükseldiği bir ortamda yatırım eğilimleri yüksek olduğundan enflasyon kendi kendini besleyen bir süreci de bünyesinde taşımaktadır. Yükselen enflasyon, harcamaların öne çekilmesine neden olarak, daha sonraki enflasyonun da kaynağı olmaktadır.

Enflasyonun diğer bir nedeni de iktisadi birimlerin davranışlarıdır. Fiyatlama süreci iktisadi birimler tarafından yapılmaktadır ve dolayısıyla genel fiyat indekslerindeki yükselmenin arkasında da firmaların ve bireylerin fiyatlama kararları yatmaktadır (Heymann ve Leijonhufvud, 1995: 10-20). Fiyatlar sadece değişim oranını değil, aynı zamanda faktörlerin gelirden aldıkları payı da göstermektedir. Dolayısıyla iktisadi birimler arasındaki fiyat çekişmesi enflasyona yol açan bir süreç olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu açıdan enflasyon, değişik iktisadi grupların gelirden pay alma savaşları olarak da tanımlanabilir (Gürkan, 1989, 234-37).

Enflasyon tanımına verimlilik açısından da bakılabilir. Toplam talep artışının enflasyonist olması toplam arz veya verimdeki gelişmeye bağlıdır. Toplam talep artışı karşısında verimlilikte de aynı seviyede bir artış olur ise fiyatlar artmayacaktır. Aksi durumda fiyatlar genel düzeyi artacaktır. Bunun en tipik görüldüğü analiz alanı ücret-fiyat çekişmesidir. Ücretlerdeki artışın, verim artışının üzerinde olduğu bir ekonomide, mark-up oranları da esnek değil ise, fiyatlar genel düzeyi yükselecektir. İktisatta bu tür enflasyon sürecine maliyet temelli enflasyon denilmektedir. Ücretler için yapılan bu çıkarsama diğer tüm girdiler için de geçerlidir. Bu noktada piyasaların tekeli olup olmadığı da enflasyonu etkilemektedir. Tekelci eğilimlerin

ağır bastığı, rekabetin olmadığı ortamlarda enflasyon daha kolay ortaya çıkabilmekte ve yayılabilmektedir.

Bütün bunların yanı sıra fiyatlama sürecinin insana dayalı olması, insan psikolojisine ve fiyat beklentisine de enflasyona katkı yapan bir unsur olarak bakılmasını gerekli kılmaktadır. Bir ülkede, enflasyon ortaya çıkınca, fiyat yükselişinden zarar göreceğ çeşitli gruplar reel gelirlerini koruma yolları aramaya başlamaktadır. Öncelikle enflasyonun olumsuz etkisinden kurtulabilme olanaklarına sahip olanlar, fiyat artışlarını sattıkları ürünün ya da arz ettikleri hizmetin fiyatına yansıtırlar. Enflasyonla birlikte başlayan gelir çekişmesine, toplu sözleşme yapan çalışanlar, ücret artışına enflasyon oranını da katarak dahil olurlar. Enflasyon oranının tahmin edilerek, ücretlerin buna göre belirlenmesi, ücret ile fiyat yapışkanlığını artırır. Sonuçta, enflasyon beklentisiyle çeşitli kesimler enflasyondan zarar görmemek için hareket ederken, fiyat yükselişlerini durdurmak mümkün olmaz. Bu durumda enflasyon kalıcı hale gelir ve benimsenir.

Enflasyon olgusu sadece gelir çekişmesine veya verimi ve teknolojiyi artıramamaya bağılı olarak açıklanamaz. Ekonomideki alt yapı yatırımları da enflasyona yol açan başka bir faktördür. Nüfusun hızla arttığı ülkelerde büyük demografik yatırımların yapılması bir zorunluluktur. Bu tür yatırımlar, toplam talebi arttırmasına karşın toplam arza etkisi uzun yıllar sonra ortaya çıkmasından dolayı enflasyonist bir etki ortaya çıkarmaktadır.

Birçok nedeni bulunan enflasyon olgusu. İktisat literatüründe önemli bir yer tutmaktadır. Bunun sebebi, enflasyonun ekonomiye getirdiğı maliyetlerdir. Çünkü piyasa oluşan fiyatlar, enflasyon sonucu işlevini kaybetmektedir. Enflasyon sonucu piyasaların etkinliğini azalmaktadır. Dolayısıyla enflasyon sonuç olarak bir problem, ekonomi için bir maliyettir. Enflasyonun maliyetine değinmek, enflasyonun neden düşürölmek istendiğinin de açıklamasını da beraberinde getirecektir.

### **B-Enflasyonun Maliyeti**

Enflasyon ve diğere nominal değışkenler arasındaki ilişkilere geçmeden önce, enflasyonun toplumlar için neden kabul edilemez olduğunu incelemek, hem gerekli



hem de faydalı olacaktır. Enflasyon değişik maliyetlere sahip bir süreçtir. Genel olarak nispi fiyat değişkenliği, yüksek derecedeki değişkenlik, belirsizlik, fiyat bilgisindeki ve kredi dağıtım mekanizmasındaki bozulma enflasyonun maliyetleri olarak ortaya çıkmaktadır (Bruno ve Easterly, 1995: 20-3).

Enflasyonun maliyeti, enflasyonun ne kadarının öngörülebilir olduğuna bağlıdır. Enflasyon öngörülebiliyor ise, ekonomide iki maliyet ortaya çıkar. Bu maliyetlerden birincisi, ekonomide az veya çok işlem amacıyla para tutulmasından kaynaklanır. Bu para, işlem amacıyla tutulmasından dolayı faize yatırılamadığından elde tutulan paranın değeri düşer. Yani elde nakit tutmanın enflasyon ölçüsünde maliyeti artar.

İkinci maliyet ise menü maliyetlerinden oluşmaktadır. Enflasyonla beraber makine, yazar kasa v.b harcamalar artar. Bunların her biri reel kaynak olduğuna göre, bu tür harcamalar belirli bir kaynağı üretimden kopardığı için maliyet olarak algılanmaktadır. Enflasyonun öngörülebilir olduğu bir ortamda maliyetlerinin ortaya çıkmaması için fiyat sistemini olumsuz yönde etkilemeyecek kadar düşük olması gerekmektedir (Dornbusch ve Fischer; 1998: 476-96). Bu da tek haneli bir enflasyondur.

Enflasyonun yüksek ve belirsiz olduğu bir ülkede enflasyonun maliyetleri servetin yeniden dağılımına neden olur (Howitt, 1994: 96-97). Enflasyonun yüksek olduğu ortamlarda nominal anlamda sabitlenmiş varlıkların reel değeri değişir (Fisher, 1981: 11). Örneğin reel faizlerin negatif olduğu bir ortamda servet, ödünç verenlerden ödünç alanlara kanalize edilmiş olur. Bu yeniden dağıtım etkisi, nominal anlamda sabitlenmiş tüm finansal varlıklarda ortaya çıkar (Alada, 2000: 169-77). Örneğin kamu, enflasyondan dolayı zararlı çıkıyorsa gelecekteki kuşakların borç yükü artar. Enflasyon sadece serveti yeniden dağıtmakla kalmaz gelir dağılımını da bozar.

Öngörülen enflasyondan çok öngörülmeven enflasyonun maliyeti yüksek olmaktadır. Öngörüleemeyen enflasyonun getirdiği belirsizlik istikrarsız büyüme, işsizlik gibi ekonomik sorunların temel kaynağıdır. Enflasyona dair belirsizlik enflasyon yükseldikçe artmaktadır (Hess ve Morris, 1996: 71-73). Enflasyondaki

dalgalanma ve buna bağlı olarak temel makroekonomik fiyat olan döviz kuru ve faizlerdeki dalgalanmalar; ekonomideki varlıkların kapitalize değerini değiştirir (Golob, 1994, 28-30). Bu belirsizlik tüketici ve iş çevrelerinin karar almalarını zorlaştırır; özellikle yatırım kararlarını olumsuz etkiler. İktisadi birimler enflasyon belirsizliği altında birbirlerinden farklı kararlar alırlar. Bu durum ekonomik koordinasyonu azaltır ve büyüme sürecini istikrarsızlaştırır. Enflasyon belirsizliği, fiyatları maliyet ve verim ilişkisinden kopararak, ekonomideki kaynakların verimsiz ve spekülâtif alanlara kaymasına neden olur (Yılmaz, Akçay, Alper, 2002: 30-5). Enflasyonla beraber, risk primi artar. Bu durum faizlerde baskı yaratır ve faizlerin yükselmesine neden olur. (Issing, 2000: 45-4). Yüksek ve düzensiz enflasyon, istikrarlı büyümenin önündeki en büyük engeldir. Böyle bir enflasyon, ekonomik-sosyal maliyete etki eder. Bu maliyetler:

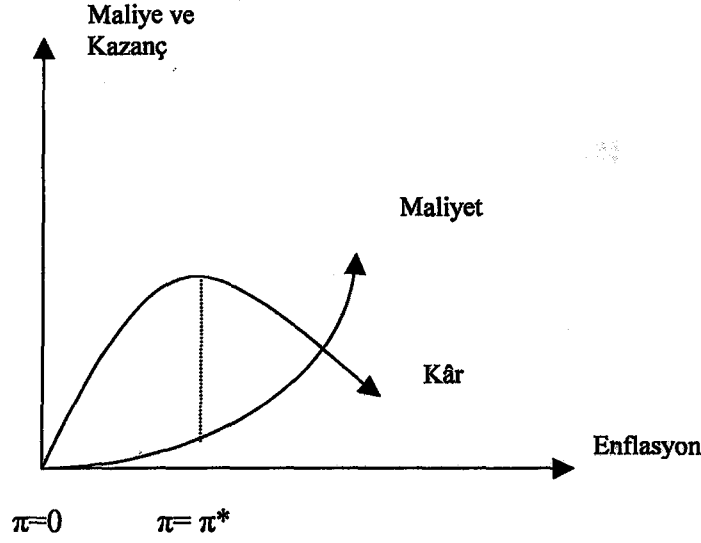
-İktisadi birimlerin kararlarında ve kârlılığında belirsizliği arttırarak üretim miktarını azaltır.

-Enflasyon, sermaye üzerine vergi gibi negatif etki eder.

-Özellikle verimli olmayan aktiviteler artar ve bu da ekonomik çarpıklığı beraberinde getirir.

Bununla birlikte enflasyon senyorağ gelirini arttırdığı için belirli bir orana kadar vergi gelirleri düşük olan ülkelere politika olarak uygulanmaktadır. Enflasyonun kazançları ile maliyetleri arasındaki farkın maksimumu olduğu orana optimum enflasyon oranı adı verilmektedir. Optimum enflasyon oranı grafik yardımı ile de gösterilebilir.





**Grafik 1: Enflasyonun Maliyet ve Kârları**

Grafik 1 enflasyonun maliyet ve kazançlarını göstermektedir. Enflasyon oranı yükseldikçe enflasyonun maliyeti artmakta, kazançları azalmaktadır.  $\pi = \pi^*$  noktası optimum enflasyonu göstermektedir. Bu oran pozitif bir rakamdır. Enflasyonun maliyeti ile kazancının farkının en çok olduğu oran optimum enflasyon oranı olarak adlandırılır. Enflasyon maliyet eğrisi, enflasyonun yükselmesinden kaynaklanan üretim belirsizliği ve kaynakların yanlış dağıtımından ortaya çıkar. Enflasyonun en önemli maliyeti, yatırımları ve ekonomik büyümeyi düşürmesidir.

Enflasyon arttıkça maliyet, grafikte de görüldüğü üzere artan bir hızda yükselmektedir. Enflasyondan sağlanan avantajlar, başta enflasyon vergisi artarken bir noktadan sonra enflasyonunu getirdiği olumsuzlar yüzünden, enflasyondan sağlanan karlar artarak azalmaya başlar. Para politikasının da amacı optimum enflasyon oranını sağlamaya çalışmaktır (Grauwe, 1997: 204-5).

Enflasyonun değişik olumsuz etkileri bulunduğu gibi enflasyonu açıklayan değişik teoriler de bulunmaktadır. Ancak temelde enflasyonu açıklamadaki yaklaşımlar talep ve maliyet temellidir. Maliyet enflasyonunun varlığını

sürdürülebilmesi için, talebin gerekli koşul olduğu dikkate alınrsa, enflasyonu teorik olarak açıklama çabası aşırı talebi açıklama sürecine indirgenebilir. Para otoriteleri, bu talebi döviz kuru, faiz, para miktarı gibi nominal değişkenleri etkileyerek kontrol etmeye çalışır. Bu değişkenler aynı zamanda nominal çapa niteliklerini taşıdığından, çağdaş para politikasının temellerini oluştururlar. Dolayısıyla nominal çapa olarak kullanılacak bu değişkenler ile enflasyon arasındaki ilişkilerin incelenmesi; gerek para politikası ve gerekse enflasyonu kontrol etme sürecinin anlaşılması için zorunludur.

## II-Enflasyonun Diğer Nominal Değişkenler İle İlişkisi

Farklı makroekonomik büyüklükler ile enflasyon arasındaki ilişki ortaya konulmak istendiğinde, bütçe eşitliğini analize dahil etmek yeterli olacaktır. Çünkü Karl Brunner'e göre maliye politikasını tayin etmek, aynı zamanda para politikasını da tayin etmeyi gerektirir (Woodford, 2000: 20-34). Bütçenin finansmanı açısından düşünüldüğünde para ve maliye politikaları birbirine bağlıdır. Analize kamu da dahil edilerek enflasyon faiz, borç ve GSMH arasındaki ilişkiler tanımlanabilir. Devlet, basit ekonomiye dahil edilerek aşağıdaki bütçe kısıtı oluşturulabilir.  $G$  kamu harcamalarını,  $T$  vergileri,  $B$  borç stokunu,  $r$  de reel faizleri gösteriyorsa;

$$G_t + rB_{t-1} = T_t + \Delta M_t + \Delta B_t. \quad (1)$$

(1) nolu denklemden de anlaşılacağı üzere kamu, harcamalarını vergi, para arzı veya borçlanma ile finanse etmektedir. Diğer taraftan bu denklem, kamu tasarrufu olarak tanımlanıp yazılırsa kamunun, açıklarını ya para basarak ya da borçlanarak kapatacağı sonucu daha net bir şekilde gösterilebilir (Champ ve Freeman, 1994: 187).

$$G_t - T_t = \Delta M_t + \Delta B_t - rB_{t-1}. \quad (2)$$

(2) nolu denkleminin iki tarafı  $py$  ifadesine bölünürse kamu bütçe kısıtı GSMH'ye oranlanmış olarak yeniden tanımlanmış hale gelir. Bunu yaparken  $t$  alt indisleri ihmal edilirse aşağıdaki eşitlik elde edilir.

$$\frac{G-T}{py} = \frac{\Delta M}{py} + \frac{\Delta B}{py} - \frac{rB_{-1}}{py} \quad (3)$$

$M/py$  ifadesine  $mm$  ve  $B/py$  ifadesine  $b$  denilerek (3) nolu denklemdeki  $\Delta mm$  ve  $\Delta b$  ifadesini tanımlamak, enflasyon ile kamu harcamaları, büyüme ve reel faiz arasındaki ilişkileri de ortaya koyacaktır.

$$\Delta mm = \frac{\Delta M}{py} - \frac{M}{py} \left( \frac{\Delta p}{p} + \frac{\Delta y}{y} \right) \quad (4)$$

$$\Delta b = \frac{\Delta B}{py} - \frac{B}{py} \left( \frac{\Delta p}{p} + \frac{\Delta y}{y} \right) \quad (5)$$

(4) ve (5) nolu denklemlerde  $\Delta mm$  para arzındaki değişimi,  $\Delta b$  ise borç stokundaki değişimi vermektedir. (4) ve (5) nolu denklemler, (3) nolu denkleme yerleştirilir ve  $\frac{\Delta p}{p}$  için çözümlürse, enflasyon ile kamu açıkları arasındaki ilişki ortaya çıkmış olur.

$$\frac{\Delta p}{p} = \frac{G-T}{M+B} + \frac{rB_{-1}}{M+B} - \frac{\Delta y}{y} - \frac{\Delta(mm+b)}{M+B} \quad (6)$$

(6) nolu denklemde ilk terim  $\frac{\Delta p}{p}$  enflasyon oranını,  $\frac{G-T}{M+B}$  ise kamu açıklarının finansal sistem üzerindeki yükünü,  $\frac{rB_{-1}}{M+B}$  ise finansal sistem üzerindeki faiz yükünü,  $\frac{\Delta(mm+b)}{M+B}$  ise finansal sistemin genişleme derecesini göstermektedir.

(6) nolu denklemin de gösterdiği üzere, fiyatlar genel düzeyi ile kamu harcamaları ve borçları arasındaki ilişki pozitifdir. Bunun yanında enflasyonla vergiler ve reel milli gelir artışı arasında negatif, reel faiz ve para miktarı arasında pozitif bir ilişki bulunduğu ortaya çıkmaktadır (Jalel, 1997: 20-3).

Karşılıksız yaratılan para reel talebi değil nominal talebi artıracaktır. Bu durum paranın satın alma gücünü azaltacak ve enflasyonist bir durum ortaya

çıkacaktır. Bu durum (6) nolu denklemde de gözükmemektedir. Baz para miktarı arttığı halde enflasyonist etkinin ortaya çıkmadığı durum, büyümenin baz para miktarı artışından daha fazla olduğu durumdur. Bu basit modelde fiyat hareketleri veya enflasyon, kamudan kaynaklanan baz para stoku artışının reel çıktıya göre göreceli konumuna bağlıdır (Scwartz, 1994: 4). Çünkü baz para arttıkça ekonomideki kredi hacmi artacağından toplam talep düzeyi yükselir. Toplam arz veri iken toplam talebin artması da enflasyonu artırır. Dolayısıyla para otoritesi baz para miktarını kontrol ederek, kredi ve toplam talebi enflasyon hedefleri doğrultusunda yönlendirilebilir.

Günümüz merkez bankaları ve iktisadi birimler, faizi gelecekteki enflasyon beklentisinin cari dönemdeki göstergesi olarak algılamaktadırlar. Faiz oranlarının özellikle kısa vadeli faiz oranlarının, enflasyonun sapmalarını dengeleyici etkileri vardır. Örneğin beklenen enflasyon hedeflenen enflasyonu aşar ise merkez bankaları faiz oranlarını yükselterek ortaya çıkan enflasyon sapmasını minimize etmeye çalışır. Buna karşılık beklenen enflasyon hedeflenen enflasyondan düşük ise faiz oranlarını düşürür. Yapılan bu değerlendirme enflasyon ile faiz oranları arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığını ortaya koymaktadır (Svensson, 1999:15-8).

Enflasyon ile faiz arasındaki ilişki, para piyasası dengesinden yola çıkılarak ortaya konulabilir.

$$m-p = -\lambda r + \Phi y \quad (7)$$

(7) nolu denklemde ( $m$ ) para arzını, ( $p$ ) fiyatları, ( $r$ ) faizi ve ( $y$ ) reel geliri temsil etmektedir. Denklem ( $p$ ) için düzenlenirse, faiz ve fiyat ilişkisi daha net görülür.

$$p = m + (\lambda r - \theta y) \quad (8)$$

(8) nolu denkleme göre de faiz ile enflasyon arasında pozitif yönlü bir ilişki mevcuttur. Faiz ile enflasyon arasındaki ilişkinin pozitif yönlü olmasının sebebi, faiz oranının gelecekteki enflasyon düzeyinin bir göstergesi olmasıdır. Enflasyon yükseldikçe, beraberinde getirdiği belirsizlik risk primini de yükselteceğinden, reel faizlerin artması enflasyonu hızlandıracaktır

Para otoritesinin enflasyonla mücadelede faizi kullanabilmesi için, kamunun borç stokunun kontrol altında olması gerekmektedir. Eğer kamunun borç stoku sürekli olarak arttıyorsa, ekonomideki hem faiz hem de para stoku artacağından, para otoritesi enflasyonu kontrol etmek için faiz aracını kullanamaz (Akyüz, 1984: 30-42).

Dışa açık bir ekonomide, kamunun bütçe finansmanı dengesine sermaye girişleri dahil edilerek (3) nolu denklemin çözülmesi yapıldığında kurların fiyatlar genel düzeyi üzerindeki etkisi ortaya konulabilir (Çolak ve Aktam, 2001: 2-3).  $\Delta NCI$  yabancı para cinsinden sermaye girişidir. Bu sermaye girişinin yerli para cinsinden bütçeye dahil edilebilmesi için döviz kuru  $e$  ile net sermaye girişinin çarpılması gerekir.

$$G_t + rB_{t-1} = T_t + \Delta M_t + \Delta B_t + e_t \Delta NCI_t \quad (9)$$

(9) nolu denklemden hareket edilip, yukarıdaki işlemler tekrar edildiğinde döviz kurlarının da fiyatlar genel düzeyi ile pozitif bir ilişki içinde olduğu, aşağıdaki denklem yardımıyla tanımlanabilmektedir.

$$\frac{\Delta p}{p} = \frac{G - T}{M + B} + \frac{rB_{-1}}{M + B} - \frac{\Delta y}{y} - \frac{\Delta(mm + b)}{M + B} + \frac{e \Delta NCI}{M + B} \quad (10)^1$$

(9) nolu denkleme sermaye hareketlerinin de dahil edilmesi ile beraber, toplam talep sadece kamudan veya para otoritesinden kaynaklanan unsurlara bağlı olarak değil aynı zamanda dış kaynaklara bağlı olarak da artacaktır. Net sermaye girişi hem para hem kredi hem faizleri hem de kurları etkileyerek para otoritesinin enflasyonu kontrol etme gücünü sınırlar. Dolayısıyla ülkenin dışa açıklık oranı ve

<sup>1</sup> Dornbush ve Mundeia tarafından elde edilen denklem de şöyledir. Birinci versiyon gelişmiş ülkeler için geçerlidir. İkinci versiyon ise gelişmekte olan ülkeler için geçerlidir.

$$p = \left( \frac{\delta \lambda}{\delta \lambda + \sigma} \right) e + \left( \frac{\sigma}{\delta \lambda + \sigma} \right) m + \left( \frac{\lambda}{\delta \lambda + \sigma} \right) (u + (\gamma - 1)y - \frac{\Phi \sigma}{\lambda} y) \quad (1)$$

$$p = \left( \frac{\delta \lambda + \sigma(1 - \alpha)}{\delta \lambda + \sigma} \right) e + \left( \frac{\sigma}{\delta \lambda + \sigma} \right) [\alpha m + (1 - \alpha)m^*] + \left( \frac{\lambda(1 - \alpha)}{\delta \lambda + \sigma} \right) (u + (\gamma - 1)y - \frac{\Phi \sigma}{\lambda} y) \quad (2)$$

İkinci versiyondaki  $\alpha$  ulusal para kullanım oranıdır. Para ikamesinin derecesi  $(1 - \alpha)$  dir. Bu oran ne kadar büyürse döviz kurlarının fiyatları etkileme gücü o kadar artmaktadır.

para ikamesi ne kadar fazla ise, o ülkede döviz kuru şokları enflasyon oranını o ölçüde önemli belirleyicisi olacaktır.

Enflasyon ile büyüme arasındaki ilişkinin yönü konusunda iktisat literatüründe bir çok tartışma bulunmaktadır. Tobin'e göre, ılımlı bir enflasyon oranı ile büyüme arasında pozitif yönlü bir ilişki mevcuttur. İlişkinin pozitif olmasında reel faizlerin refah dağılımına olan etkisi önemlidir. Enflasyon, bireylerin servetlerini eritir. Bireyler eski servetlerine tekrar kavuşmak için tasarruf düzeylerini artırır. Bu, reel faizlerin düşmesine, dolayısıyla yatırımların artmasına neden olur (Tobin, 1998: 50-60).

Bunun tersi bir bakış ile, enflasyonun yatırımlar üzerinde vergi yükü gibi bir etki yaratacağı ve bunun yatırımları düşüreceği iddia edilmektedir. Yapılan çalışmalarda orta ve uzun dönemde büyüme ve enflasyon arasındaki nedensellik ilişkilerinde, yüksek ve değişken enflasyon oranlarının düşük büyümeye neden olduğu ortaya çıkmıştır. Düşük büyüme ya toplam verimliliğin azalmasından, ya belirsizliğin yatırımlar üzerindeki olumsuz etkisinden; ya da kredilerin atıl alanlara yönelmesi şeklindeki kredi dağıtımının ters etkisinden kaynaklanmaktadır. Enflasyon sürecinde paranın reel değeri aydan aya istikrarsızlaşır. Bu durumda borçlu – alacaklı ilişkisi bozulmaya başlar ve anlamsızlaşır. Zenginleşme süreci oyunlara ve şans oyunlarına kalır. Ekonomi kumarhane ekonomisine döner ve büyüme bu kazançlara bağımlı hale gelir (Keynes, 1980: 220).

Enflasyonla büyüme arasındaki ilişkiler iktisat literatüründe Phillips Eğrisi yardımıyla incelenmiştir (Phillips, 1965: 256). Orijinal Phillips eğrisinde ücret oranları ile işsizlik oranları ( $u$ ) arasındaki ilişki incelenirken burada enflasyonla işsizlik arasındaki ilişki incelenecektir. Çünkü parasal ücret haddindeki artış ( $w = \Delta W / W$ ) mark-up fiyatlama yardımıyla rahatlıkla enflasyon ile işsizlik arasındaki ilişkiye dönüştürülebilir. Bilindiği üzere mark-up fiyatlama, firmaların maliyetlerinin üzerine belli bir kar marjı koyarak yaptıkları bir fiyatlama türüdür. Bu tür fiyatlamada parasal ücretler arttıkça firmaların maliyetleri artacak, firmalar kâr oranlarını korumak istedikleri için bu maliyet artışlarını mal ve hizmet fiyatlarına yansıtacaklardır. Böylelikle fiyatlar yükselmiş olacaktır (Goodfriend ve King, 2000:

54). Ücret yükselmesi ile beraber işsizlik oranı azalacaktır.  $f'(u) < 0$  ifadesi ve (11) nolu denklemde bu durumu göstermektedir.

$$w = \alpha - \beta u, \quad f'(u) < 0 \quad (11)$$

Rasyonel işçiler enflasyonu dikkate almaması söz konusu olmayacağına veya sözleşme boyunca nominal ücretin değişmeme gerçeği karşısında gelecekte ortaya çıkacak enflasyonun dikkate almaları gerektiğine göre orijinal Philips eğrisi işgücü piyasasını tam yansıtmamaktadır. İşçiler ücretlerini belirlerken fiyat beklentilerini sözleşmelerine yansıtmaktadırlar. Eğer uzun süre devam eden bir enflasyon var ise, iktisadi birimlerde belli bir enflasyon beklentisi oluşacak ve bu beklentiler sözleşmelere yansıtılacaktır. İşçiler de ücret artışlarını talep ederken enflasyon beklentisini dikkate alacaklardır.

$$w = f(U) + h p^e \quad (12)$$

İşgücü piyasasındaki denge işsizlik oranı aşağıdaki Philips eğrisinin beklenen enflasyon oranına göre çözümlenmiş denklemine bakılarak çıkarılabilir. (13)'den de görüldüğü gibi Philips eğrisinde enflasyonla işsizlik arasındaki ters yönlü etkileşimin ortaya çıkıp çıkması işçilerin enflasyon beklentilerine (h) bağlıdır.

$$U = \frac{1}{\beta} [\alpha - \beta T - (1 - h) p] \quad (13)$$

Teorik olarak h katsayısı birden küçük bire eşit ve birden büyük olabilir. Birden küçük olduğu durumlarda işçiler enflasyonu doğru olarak öngörmedikleri için reel ücret düşer. Firmaların karları artacağından daha fazla işçi çalıştırırlar ki çıktı ve üretim artar. Ancak işçiler rasyonel olduklarından enflasyon beklentilerindeki yaptıkları hatayı bir sonraki aşamada düzeltirler. Reel ücretler değişmediği için istihdam çıktı ve işsizlik oranı değişmez. Bu şartlar altında  $h=1$  dir. Ancak  $h>1$  de olabilir. Bu durumda fiyatlar genel düzeyinde meydana gelen artış ve dalgalanmalar fiyat mekanizmasının etkinliğini bozarak enflasyon beklenti katsayısının h'nin 1'den büyük değerler almasına neden olur. Dolayısıyla fiyatlar genel düzeyi ile işsizlik oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki ortaya çıkar:  $du/dp > 0$ . İşsizliğin arttığı bir



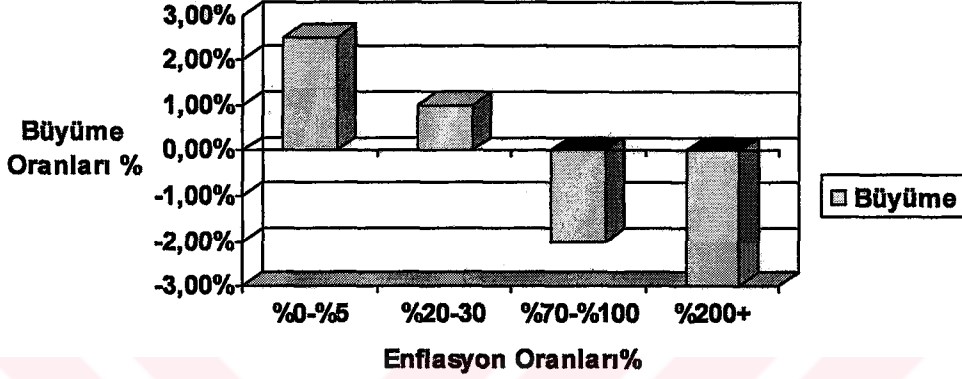
ekonomide çıktı miktarı düşer. Bunun da anlamı, enflasyon ile büyüme arasındaki ilişkinin uzun dönemde ters yönlü bir ilişki olmasıdır. Ekonomide enflasyon artarken, çıktı artış hızı düşer.  $h > 1$  olduğu ekonomik ortamda çıktının artış hızının düşmesinin iktisadi mantığı şu şekilde açıklanabilir. Fiyatlandırma süreci, enflasyonist ortamlarda verimlilik ve maliyetlerden kopararak spekülasyon bir nitelik kazanır. Örneğin faiz içindeki risk priminin payı hızla artarak, reel faizlerin aşırı artmasına yol açar. Bu da verimli yatırımların önünü tıkayarak, daha riskli ve spekülasyon yatırımların önünü açar ki, bu tür yatırımların büyümeye katkıları sınırlıdır. Enflasyon oranı ile enflasyon oranının değişkenliği, yani belirsizlik arasında güçlü bir ilişki vardır. Enflasyondaki değişkenlik yüksek enflasyon oranlarında daha fazladır. Artan değişkenlik, enflasyon düzeyini yukarı itici bir etki yapmaktadır. Bu karşılıklı etkileşim bir kısır döngü oluşturmaktadır. Enflasyonun yükseldiği ortamlarda iktisadi birimlerin öngörü hataları artar. Bu da enflasyon belirsizliğini büyütür. Enflasyon oranının yüksek olduğu ortamlarda gelecekteki enflasyon oranlarına yönelik öngörülerde bulunmak daha zor hale gelmekte ve artan belirsizlik zaman ufku daraltarak, yatırım kararlarını azaltmaktadır. Enflasyondaki değişkenlik, enflasyona dair belirsizliğin yüksek olduğu ortamlarda, enflasyona endekslenmeyi artırır. İktisadi birimler farklı enflasyon beklentilerine karşılık gelen farklı fiyat ve ücret artışlarını yürürlüğe koymakta, bu da zaman içinde enflasyonun yükselmesine yol açmakta ve büyümeyi azaltmaktadır.

Enflasyonun büyüme üzerindeki bir diğer maliyeti, görece fiyat değişkenliğinin de arttırıyor olmasıdır. Bu nedenle, etkin kaynak dağılımı için gerekli olan fiyatların bilgi içeriği ortadan kalkmaktadır. Mallar arası görece fiyat değişkenliğinin ve aynı malın değişik dağılım noktalarındaki fiyat değişkenliğinin artan enflasyon oranıyla beraber yükseldiği görülmektedir. Artan değişkenlik, görece fiyat ayarlamasını son derece zorlaştırarak etkin kaynak dağılımını bozduğu gibi, ekonomiyi istikrarsız büyüme sürecine sokar (Yılmaz, Alper, Akçay, 2002: 36-8).

Enflasyondaki yükselme, beraberinde  $h$  katsayısının varyansını  $\sigma_h$  artırır.  $\sigma_h$  nin artması da çıktı miktarının varyansını  $\sigma_y$  artırır:  $\sigma_y = f(\sigma_h)$ . Dolayısıyla enflasyondaki değişkenliğin artması çıktıdaki değişkenliği de arttırmaktadır (Svensson, 1999: 6). Çıktıdaki değişkenliğin artması yatırım heveslerini baltalar,



büyüme sekte vurur. Enflasyon ve yatırım-büyüme ilişkisi de bu noktada anlamını yitirmektedir. Çünkü enflasyonun getirdiği belirsizlik, spekülasyon nitelikli yatırımların finansmanına izin vereceğinden, ekonomideki istikrarsızlık daha da artacak ve büyüme hızı da azalacaktır.



**Grafik 2: Enflasyon –Büyüme Oranları**

Grafik 2’de 27 OECD ülkesinin 1960-1992 yılları arasındaki verileri kullanılarak büyüme ve enflasyon rakamları incelenmiştir<sup>2</sup>. Grafik 2’den enflasyonun % 70’lere ulaşması halinde, bunun büyüme üzerinde ortalama olarak % 2’leri geçen negatif etki yarattığı ortaya çıktığı anlaşılmaktadır. Enflasyon oranı büyüdükçe negatif büyüme de artmaktadır. Buna karşılık çok düşük düzeylerdeki enflasyon oranlarında büyüme ile enflasyon arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Bu da düşük enflasyon oranlarında, Tobin’in bahsettiği gibi enflasyon ile büyüme arasında pozitif ilişkinin olduğunu doğrularken, enflasyon oranı yükseldikçe ortaya çıkan enflasyon maliyetlerinin büyüme üzerinde negatif bir etki yarattığını da ortaya koymaktadır (Bruno ve Easterly, 1995: 3-5). Sonuç olarak enflasyon ile büyüme arasında nedensellik ilişkisi her zaman önemlidir ve bu ilişkinin yönü, enflasyonun düşük olduğu oranlarda pozitif; yüksek olduğu oranlarda ise negatiftir.

<sup>2</sup> 27 OECD ülkesi ve 1960-1992 yılları arasındaki veriler kullanılarak düzenlenmiştir. Bruno Micheal, William Easterly, (1995), “Inflation Causes and Long Run Growth”, *Policy Research Working Paper*, No.1517

### III-Enflasyon Beklentisi ve Fiyat İstikrarı

Ekonomi politikalarının sonuçları iktisadi birimlerin beklentilerine de bağlıdır. Beklentiler ile ekonomi politikaları arasında bu genel ilişki, para politikasına taşınabilir. Para politikalarının amacı fiyatlarda istikrar sağlamak ise, bu istikrar en başta beklentilere göre şekillenecektir.

#### A-Enflasyon Beklentisi ve Para Politikası Üzerindeki Etkisi

Fiyat istikrarını ortaya koyabilmek için enflasyon beklentilerini tanımlamak gerekmektedir. (10) nolu denklemden hareket edilerek enflasyon beklentileri tanımlanabilir. Bu tanımlama yapılırken rasyonel beklentiler varsayımı kullanılacaktır. Rasyonel beklentiler yaklaşımında, iktisadi birimlerin bir değişkene ilişkin beklenti oluştururken bütün bilgiyi kullandıkları varsayılır. Yeni Klasik İktisçılara ait, iktisadi birimlerin sistematik hata yapmadıkları varsayımı altında, aşağıdaki enflasyon denkleminin iktisadi birimler tarafından bilindiği varsayılır. Bu durum formel olarak aşağıdaki gibi tanımlanır. Beklentiyi ( $E$ ) nosyonu tanımlamaktadır. Denklemden ( $u$ ) terimi rassal şokları ifade etmektedir.

$$\frac{\Delta p}{p} = \frac{G - T}{M + B} + \frac{rB_{-1}}{M + B} - \frac{\Delta y}{y} + \frac{\Delta(mm + b)}{M + B} + \frac{e\Delta NCI}{M + B} + u$$

$$E\left(\frac{\Delta p}{p}\right) = \frac{\Delta p}{p} \text{ ve,}$$

$$E\left(\frac{\Delta p}{p}\right) - \frac{\Delta p}{p} = u$$

olduğuna göre,

$$E\left(\frac{\Delta p}{p}\right) = \frac{E(G - T)}{E(M) + E(B)} + \frac{rB_{-1}}{E(M) + E(B)} - E\left(\frac{\Delta y}{y}\right) + \frac{\Delta(E(mm + b))}{E(M) + E(B)} + \frac{eE(\Delta NCI)}{E(M) + E(B)} \quad (14)$$

(14) nolu denklemden görüldüğü üzere, enflasyon beklentisi ekonomideki değişkenlerin gelecekte alacakları değerlere bağlıdır. İktisadi birimler fiyat düzeyini saptarlarken, diğer makro ekonomik değişkenlerin sadece geçmiş değerleri ile değil, gelecekteki değerleri ile de ilgilenirler (Calvo ve Celasun, 2003: 3-5). Çünkü

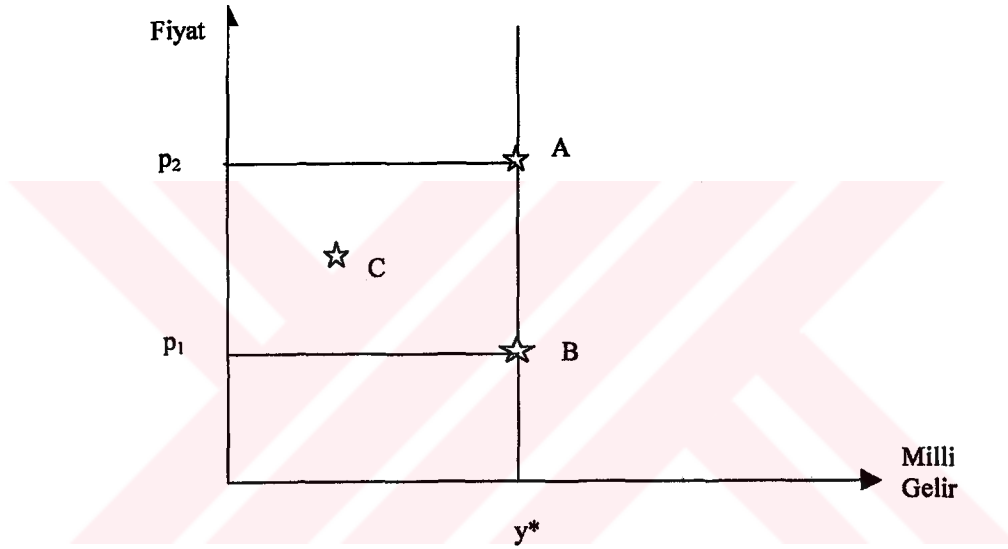
beklentilerin rasyonel olduğu bir ortamda potansiyel çıktı ile fiili çıktı birbirine eşit olmakta, para ve maliye politikasının çıktı üzerine etkisi ortadan kalkmaktadır. İktisadi birimler merkez bankasının ve hükümetin ortaya koyacağı her politikayı tahmin etmekte ve buna göre politika geliştirmektedir. Beklenilmeyen bir politika değişikliği kısa dönemde reel değişkenleri etkilese bile uzun dönemde reel anlamda hiçbir makro büyüklüğü değiştirmemektedir. Dolayısıyla para otoritesinin fiyat istikrarını amaç edinmelerinin nedeni, para politikasının sadece fiyatlar genel düzeyini etkilemesidir.

Günümüzde para otoriteleri para politikalarını enflasyonda istikrar sağlayıcı yönde dizayn etmektedirler. Bu noktada iktisadi birimlerin beklentilerinin türü para politikası için önemlidir. Ekonomik birimler rasyonel beklentilere sahip ise, para politikasındaki değişiklikleri algılayarak merkez bankalarının para politikası amaçlarına ulaşmasını kolaylaştıracaklardır. Ancak iktisadi birimler para otoritesine güvenmiyorlarsa, uyarlamalı beklentiler ile fiyatlama sürecine devam edeceklerdir. İktisadi birimlerin uyarlamalı beklentilere sahip oldukları bir ortamda, para politikasının karşısına enflasyon ataleti çıkacaktır. Çağdaş para politikasının amacı fiyatlarda istikrar sağlayarak uyarlamalı beklentileri kırmak ve iktisadi birimlerin beklentileri ile merkez bankalarının fiyat beklentilerini uyumlu hale getirmektir (Frisch, 1983: 23-7).

Ekonomik sonuçların iktisadi birimlerin beklentilerine bağlı olduğu kabul edilirse, iktisadi birimlerin beklentilerini dikkate almadan uygulanan ekonomi politikaları istenen sonuçlara ulaşamaz. Çünkü bilinen ekonomik kurallara göre beklenen tepkilerin gösterilmemesi olasılığı, ekonomi politikası sonuçlarını anlamsız hale getirmektedir. Bu da iktisat politikacılarının ve birimlerinin önündeki belirsizliği daha da arttırmaktadır. Beklentiler, makroekonomik değişkenlerin gelecekte alacakları değerleri oluşturur ve ekonomi politikalarının etkinliğini azaltır. Bu durum iktisadi dengelerin beklentiler tarafından oluşturulması anlamına gelmektedir. Bu da para politikasının amaçları açısından önemlidir.

Bütün iktisadi birimler ile para otoritesi rasyonel beklentilere sahip olsalar bile, iktisadi birimlerin para otoritesine güvenip güvenmemeleri, para politikasının sonuçlarını olumlu veya olumsuz yönde etkiler. İktisadi birimlerin para otoritesine

güvenip güvenmemeleri sahip olukları bilgiye bağlıdır. İki taraf aynı anda aynı bilgiye sahip olamadıklarından, para otoritesinin politikası ile özel iktisadi birimlerin politikası arasındaki uyumsuzluk, işsizlik ve enflasyon gibi istenmeyen iki sonuç yaratacaktır. Para politikası enflasyonla mücadeleyi amaçladığında, enflasyonu düşürmek için kullanacağı araçların sonuçları, iktisadi birimlerin merkez bankalarına güvenip güvenmemelerine bağlı olacaktır. Güvene dayalı bir açıklamada kritik nokta ekonomideki para otoritelerinin ne yaptıkları değil, iktisadi birimlerin para otoritesinin tedbir ve davranışlarını nasıl algıladığıdır.



**Grafik 3:** Enflasyonist Atalet ve Enflasyonla Mücadele Politikasının Maliyeti

Ekonomide fiyatların  $p_2$  noktasında, çıktı miktarı da A noktasındadır. Merkez bankasının, enflasyonu  $p_1$ 'e düşürmek istediği varsayalım. Eğer ekonomideki diğer aktörler para otoritesine güvenmiyorlarsa, yani beklentiler geçmişe dönmüş ise, iktisadi birimler cari fiyatları para otoritesinin hedefine göre değil, geçmiş fiyatlara göre ayarlayacaklardır. Bu durum, ekonomideki reel balansların değerini azaltacağından, ekonomideki çıktı miktarı potansiyel çıktı miktarının altına düşürecektir. Grafik 3'de C noktası bu durumu göstermektedir (Erdoğan, 1997: 37).

Ancak iktisadi birimlerin beklentileri ile merkez bankasının beklentileri uyumlu olur ise ve iktisadi birimler rasyonel beklentilere sahip ise,  $p_1$  enflasyon oranını hedefleyen merkez bankası politikalarını deklare ettiğinde, rasyonel iktisadi birimler bu bilgiye göre sözleşmelerini düzenleyeceklerinden, ekonomi üretim kaybı yaşamaksızın B noktasına ulaşacaktır.

Para politikasının başarısı iktisadi birimlerin beklentileri ile merkez bankalarının politikalarının uyumlu olmasına bağlıdır. Para politikasının başarısı iktisadi birimlerin merkez bankasına güvenmelerine bağlı ise, bu güvenin nasıl sağlanacağı kritik bir soru olmaktadır. İktisadi birimler para otoritelerinin amaçlarını kendi amaçları çerçevesinde değerlendireceklerdir. Rasyonel iktisadi birimler, politikanın hem bugün hem de gelecekte alacağı durum ve değerler ile, para otoritelerinin deklare ettiklerini ve yaptıklarını kıyaslayacaklardır. Bu şartlarda para otoritelerinin güven kazanabilmesinin en kısa yolu, hedefledikleri enflasyon düzeyi ile gerçekleşen enflasyon düzeyi arasındaki farkı minimize etmekten geçer. Buna enflasyon literatüründe fiyat istikrarı denilmektedir. Para otoritelerinin fiyat istikrarını sağlayamamaları, onların önceden ilan ettikleri politikadan sapmaları anlamına gelir ki, bu durumda enflasyonla mücadele programlarına inanan iktisadi birimler büyük kayıplara katlanırlar. Dolayısıyla para otoritelerinden beklenilmeyen bir politika değişikliği olasılığı, iktisadi birimlerin fiyat beklentilerini daha yüksek düzeyde tutmalarına neden olur. Bu durumda ekonomi C gibi bir noktada dengeye gelir. Bu, daha yüksek bir enflasyon, daha düşük çıktı demektir. O halde güven probleminin nasıl çözüleceği sorusuna verilecek en iyi cevap, katı bir fiyat hedefi yerine fiyat istikrarını korumak ve para otoritelerinin bu doğrultuda çalıştığını göstermek olacaktır.

### **B-Fiyat İstikrarının Önemi**

Günümüzde merkez bankalarının bir konuda endişeleri vardır: Bu da, fiyatlardaki istikrarsızlıktır. Merkez bankalarının kullandıkları araçlar farklı olsa da amaç aynıdır: Fiyat istikrarını sağlamaktır. Ekonomik açıdan beklenen enflasyondan daha çok beklenmeyen ve gelecekte alacağı değeri bilinmeyen enflasyon daha risklidir. Fiyatlarda ortaya çıkan belirsizlik fiyat mekanizmasının piyasalara bilgi verme özelliğini azaltarak nispi fiyatları bozar ve ekonomik etkinlik

düşer (Nas ve Peery, 2002: 140-3). Bu da aynı zamanda kaynakların yanlış dağıtılmasına neden olur ve uzun dönemde üretim miktarında azalma ortaya çıkar.

Çağdaş bir merkez bankasının para politikasının amacını fiyat istikrarı olarak ortaya koymasının arkasında dört temel neden yatmaktadır. Birinci olarak, günümüzde para politikalarının ekonomideki kısa dönemli dalgalanmaları etkilemedeki gücü konusunda güven azalmıştır. Bilhassa uzun ve güçlü dalgalanmalar karşısında para politikasının etkisiz olduğu ortaya konmaktadır (Bernanke,v.d., 1999: 10). Para politikasında ortaya çıkan uzun ve değişken gecikmeler para politikasının ekonomiyi kontrol gücünü azaltır. Bununla birlikte uzun dönemde enflasyon oranı, para politikasının etkilediği tek değişkendir (Çolak, 2001: 221-5).

İkinci neden, alınan politik kararların enflasyonist önyargıyı kırmayı amaçlamasıdır. Fiyat istikrarı ile enflasyonist önyargı azaltılır ve böylece makroekonomik politikaların performans artar. Zira iktisadi birimlerin enflasyonist beklentilerini etkilemek ve fiyat dalgalanmalarından kaynaklanan belirsizliği azaltmak, yatırım ve tüketim konusundaki kararları olumlu yönde etkilemek fiyat istikrarını sürdürmek ile ortaya çıkar (Okina, 1997: 255-65).

Üçüncü neden, yüksek ve kronik enflasyonun ekonomik büyümeye ve etkinliğe önemli zararın bulunmasıdır. Düşük ve istikrarlı bir enflasyonu sürdürmeyi amaçlamak diğer makro ekonomik amaçlara ulaşmada bir koşul haline gelmektedir.

Merkez bankalarının nihai hedefini fiyat istikrarı olarak seçmelerinin diğer bir nedeni ise, fiyat istikrarının para politikası için kavramsal bir çatı görevi görmesidir. Bu temel çatı para otoritesine kamuyla niyetleri konusunda iletişim kurmada, hesap verilebilirliği ve disiplini oluşturmada yardım eder.

Bu anlamda fiyat istikrarı, iktisadi birimlerin gelecek ile ilgili verecekleri makroekonomik kararlarda fiyatları ve fiyat dalgalanmalarını dikkate almadıkları durum olarak tanımlanabilir (Issing, 2000: 15). Fiyat istikrarı ayrıca enflasyon oranının belirli bir trendi koruması olarak da ortaya konulabilir (Laidler, 1997: 113).



Bir ekonomideki en önemli sorun, parasal otorite ile iktisadi birimlerin beklentileri ve bilgileri arasında uyumun olup olmamasıdır. Eğer iki taraf arasında bir uyum yok ise, gelecek ile ilgili öngörüler hatalı ve tutarsız olacaktır. Ortaya çıkan bu hatalar makroekonomik dengesizliklere yol açar. Bu dengesizlikleri telafi etmek daha da zordur. Fiyat istikrarı sayesinde, 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: 12-6).

Ekonomi politikalarının nihai amacı insanların ekonomik zenginliklerini geliştirmektir. Ekonomi politikalarının etkinliğinin azalması, istikrarlı ekonomik büyümeyi zorlaştırır. Bu açıdan fiyat istikrarı, ekonomik politikaların etkinliğini arttırmak ve istikrarlı büyümeyi sağlamak için önemlidir.

Firmalar ve hane halkları bireysel mal ve hizmet fiyatlarına dayanarak tüketim ve yatırım kararlarını verirler. Genel fiyat derecesi bu mal ve hizmet fiyatlarının toplamından oluşur. Bireysel fiyatlar genel fiyat derecesi kıstas alınarak değerlendirilir. Bu açıdan fiyat istikrarının anlamı güvenilir bir kıstas olmasıdır. Genel fiyatlarda istikrar sağlandığı zaman yatırımcılar, nispi fiyatlardaki değişimleri doğru olarak algılayarak gelecek stratejileri için sinyal alırlar. Bir sinyalin doğru olarak algılanması, kaynakların doğru olarak dağıtımına ve uzun dönemde ekonomik büyümeye neden olur.

Genel fiyat düzeyi istikrarlı olduğu zaman herhangi bir sektördeki fiyatın değişimi o sektördeki mala olan talebin değişmesine bağlıdır. Dolayısıyla istikrarlı fiyat ortamında mal fiyatının yükselmesi (nispi fiyatın artması) genel bir talep artışından değil o sektöre olan talep artışından kaynaklandığı ortaya çıkar. Bu da karlılığı yükseltir. Bu doğru sinyal ile ekonomideki kaynaklar etkin bir şekilde dağıtılır ve verimlilik artar.

Eğer fiyatlardaki dalgalanma fazla ise, fiyatların kıstas olma özelliği güvenilir hale gelir. Dolayısıyla nispi fiyatların sinyal verme özelliği ortadan kaybolur. Bu durumda sermaye ve işgücü büyüyen sektörlere doğru olarak transfer edilemez. Kaynaklar etkin dağılmaz. Bu da büyümeyi olumsuz etkiler (Hayami, 2000: 2-3).

Fiyat istikrarının tanımlanması, fiyat düzeyinin sabitlenmesi ile düşük enflasyon (ki bazen sıfır enflasyon da olabilir) arasında seçim yapmayı gerektirir. Bunun yanında fiyat istikrarı için uygun fiyat indeksinin, nicel hedefler için de uygun büyüklüklerin belirlenmesini de içerir. Öte yandan fiyat istikrarı aynı zamanda merkez bankasının kayıp fonksiyonun tanımlanması ve minimize edilmesi olarak da tanımlanabilir (Sevensson, 1999: 1).

Para politikası tartışmalarında fiyat istikrarına karşılık gelen anlam, düşük ve durağan enflasyondur. Fakat en açık anlamı, fiyat derecesindeki istikrardır. Fiyat derecesinde istikrar, fiyat derecesinde durağanlığı ya da genel eğilimindeki durağanlığı ifade eder. Yani her dönemdeki fiyat düzeyi, bir önceki dönemden bağımsızdır. Burada önemli olan fiyat derecesinin düzeyi değil, fiyat derecesinin dalgalanma içerip içermemesidir.

Düşük ve durağan enflasyon tanımı ise fiyat derecesindeki temel eğilimi ifade eder. Bu durumda enflasyon hem birim kök içerir (geçmiş fiyat değişim değerleri gelecek fiyat değişim değerlerini oluşturur) hem de durağan değildir. Fiyat derecesinin varyansı bir sınırlama olmadan dalgalanır. Burada önemli olan dalgalanmaları minimize etmek değil; enflasyon oranını düşürmektir.

Dolayısıyla fiyat istikrarını düşük enflasyon olarak ifade etmek yanlıştır. Fiyat istikrarı fiyatlardaki dalgalanmaların ortadan kaldırıldığı ya da en azından minimize edildiği durumdur (Svensson, 1999: 4-5).

Fiyat istikrarı her ne kadar enflasyonu sifira düşürmek ve bu oranda tutmak olarak anlaşılabilirse de, fiyat istikrarı esas olarak, fiyat hedefindeki en son sapmanın minimize edilmesidir. Fiyat istikrarında hedef, sapmalar göz önüne alınacak şekilde periyodik olarak ayarlanır. Fiyat istikrarında zamana yayılmış küçük değişiklikler enflasyon oranında büyük değişmeye neden olmadan, uzun dönemde fiyat derecesinin öngörülebilirliğinin devamını sağlar. Ortaya çıkan bu öngörülebilirlik beklentileri etkileyecektir. Sonuçta uzun vadede fiyat şokları azalacaktır.

Para otoritelerinin temel amacı fiyat istikrarıdır. Bu amaçtan sapma veya fiyatlardaki istikrarsızlık ekonomi politikasından beklenen sonuçların elde



edilmesini engellemektedir. Bu durum para otoritesi açısından kayıp olarak nitelendirilebilir. Fiyat istikrarının kavranabilmesi için kayıp fonksiyonunun tanımlanması gerekmektedir. Kayıp fonksiyonu, merkez bankasının hedeflediği büyüklükler ile fiili gerçekleştirmeler arasındaki sapmaları tanımlayan bir fonksiyondur<sup>3</sup>. Kayıp fonksiyonu hem enflasyon hedefi etrafında enflasyon istikrarı hem de çıktı açığının sunduğu reel ekonominin istikrarını içermektedir. Bu fonksiyonun bünyesinde para otoritesinin amaçlarına göre belirlenen hedef büyüklükler barındırılır. Bunlar enflasyon oranı, büyüme oranları ve faiz oranları olabilir. Gerek teoride gerekse pratik iktisatta uygun bir kayıp fonksiyonu şu şekilde tanımlanabilir:

$$L_t = \frac{1}{2} [(\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda(y_t - y_t^*)^2] \quad (15)$$

Denklemden  $\pi_t$  enflasyon oranını,  $\pi^*$  para otoritesinin hedeflediği enflasyon oranını,  $y_t$  üretim artış oranını,  $y^*$  ise doğal çıktı oranını vermektedir. Denklemden  $(\pi_t - \pi^*)^2$  ile ifade edilen birinci terim enflasyon hedefindeki sapmayı,  $(y_t - y_t^*)^2$  ile ifade edilen ikinci terim ise, üretim miktarındaki sapmayı göstermektedir. Hem birinci terim hem de ikinci terim kuadratik olarak tanımlanmıştır. Ortaya çıkan sapmalar pozitif olabileceği gibi negatif de olabilir. Bu sorunu ortadan kaldırmak için terimler ikinci dereceden tanımlanmıştır.<sup>4</sup>

$(y_t - y_t^*)$  çıktı açığı,  $\lambda$  ise bu açığın kayıp fonksiyonundaki nispi ağırlığıdır.  $\lambda=0$  ise kayıp fonksiyonu sadece enflasyondan oluşur. Bu takdirde katı enflasyon hedefi politikası izlenir. Üretim miktarındaki değişimler kayıp fonksiyonunu etkilemez. Para otoritesinin amaç fonksiyonu sadece enflasyon sapmasından meydana gelir. Buna karşılık  $\lambda>0$  ise çıktı açığı ya da reel ekonominin istikrarı kayıp fonksiyonuna dahil edilir. Bu duruma da esnek fiyat istikrarı adı verilir. Fiyat

<sup>3</sup> Kayıp fonksiyonu para otoritesinin davranışlarını anlamaya yarayan analitik bir araçtır. Bu analitik aracın arkasında para otoritesinin fayda fonksiyonu bulunmaktadır. Ampirik olarak para otoritesinin fayda fonksiyonu direkt olarak gözlenemez. Ancak para politikası araçları ile fiyat istikrarı arasındaki para otoritesinin tutumu, bu fonksiyon yardımıyla yorumlanabilir.

<sup>4</sup> Kuadratik form aynı zamanda cezalandırıcı bir rol oynamaktadır. Kuadratik formda para otoritesinin hedeften sapmalarını üssel olarak kayıp fonksiyonlarına dahil etmeleri cezalandırma işlemini ağırlaştırmaktadır.

istikrarındaki sapmanın ortadan kaldırılması, yani kayıp fonksiyonunun minimize edilmesi tedrici bir şekilde olur. Para otoritesi,  $\lambda$  sıfırdan ne kadar büyük ise çıktıdaki dalgalanmaya verdiği önemin arttığı anlamına gelir.

Kayıp fonksiyonunun ilk terimi ekonomide öngörülen enflasyonun maliyetlerini göstermektedir. Fiyat istikrarı sadece fiyatlardaki dalgalanmaları minimize etmek değil; aynı zamanda enflasyon beklentilerini de istikrarlı hale getirmektir. Dolayısıyla kayıp fonksiyonuna öngörülme enflasyon da dahil edilebilir (Svensson, 1999: 2-3). Bilindiği gibi öngörülen enflasyonun ayakta eskitme ve menü maliyetleri bulunurken, öngörülemeyen enflasyon da nispi fiyat yapısını bozarak ekonomideki etkinliği düşürmektedir (Erdoğan, 1997: 45-47). Kayıp fonksiyonuna öngörülemeyen enflasyonu dahil edebilmek için, çıktı ile beklenilmeyen enflasyon arasındaki ilişkileri tanımlamak gerekir.

(16) nolu denklemde  $y^*$  tam istihdam gelir düzeyini,  $\pi^e$  beklenen enflasyon oranını göstermektedir.  $\pi > \pi^e$  olduğu zaman ekonomideki çıktı düzeyi tam istihdam çıktısını aşar. Bunun tersi de mümkündür.

$$y = y^* + \alpha(\pi - \pi^e) \quad (16)$$

(16) nolu denklemde  $y$  fiili çıktıyı,  $y^*$  ise doğal çıktıyı ifade etmektedir. (16) nolu denklemi (15) nolu denklemde yerine koyarak kayıp fonksiyonu yeniden tanımlanırsa, kayıp fonksiyonunun içine öngörülmeyen enflasyon da dahil olmuş olur.

$$L_t = \frac{1}{2} \left[ (\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda (\alpha (\pi - \pi^e))^2 \right] \quad (17)$$

Bu yeni kayıp fonksiyonu para otoritesinin karşı karşıya kaldığı karar problemini göstermektedir. Buradaki ilk terim öngörülen enflasyonun, ikinci terim de öngörülmeyen enflasyonun maliyetini göstermektedir. Bu, aynı zamanda, öngörülmeyen enflasyonun siyasi otoriteler tarafından arzulanan üretim üzerindeki olumlu etkisini de göstermektedir. Dolayısıyla para otoritesinin izleyeceği para politikası, kayıp fonksiyonunu minimize etme süreci, sadece cari enflasyon hedefini

tutturmasına bağılı değildir. İktisadi birimlerin karar alma mekanizmalarını etkilemesine de bağılıdır.

(17) nolu denklemde de görüldüğü üzere kayıp fonksiyonun içine iktisadi birimlerin enflasyon beklentileri de dahil olmaktadır. Merkez bankası zaman içerisinde hedeflediği enflasyon büyüklüklerine ulaştıkça, yani kayıp fonksiyonunu minimize ettikçe iktisadi birimlerin beklentileri  $\pi^e = \pi$  olacaktır. Bu durumda  $\pi^e = \pi = \pi^*$  olacaktır. Bu durumda  $L=0$  olacağından para otoritesi amacına ulaşmış olacaktır: Kayıp fonksiyonunun minimize edilmesi fiyat istikrarının da sağlanması anlamına gelmektedir. Buradan çıkan önemli sonuç, modern para politikasını belirleyecek para otoritelerinin, toplumdaki diğer iktisadi birimlerin beklentilerini dikkate almak ve bu beklentileri ile ilgili farkları minimize etmek zorunda olduğu ve bunu sağlayacak politikalarını ne tür politikalar olacağını belirlemesi gerektiğidir.

#### **IV. Fiyat İstikrarını Sağlamada Para Politikası Uygulamaları**

Modern para politikasının amacı iktisadi birimlerin para otoritesine güvenmelerini sağlayacak politika türlerini saptamaktır. Para otoritesinin politikaları fiyat istikrarını sağlamak için tasarlansa bile, politika siyasal bir tercih olduğu dikkate alındığında, ekonomi politikaları her an değişebilme imkanına sahiptir. Politikalarda beklenilmeyen bir değişiklik ekonomide yeni bir kaynak dağılımını ve karşıt tepkileri de beraberinde getiren istikrarsız bir sürece yol açacağı dikkate alındığında, para politikasının anlaşılması için, zaman tutarsızlığının, para otoritesinin bağımsızlığının ve para politika türlerinin incelenmesi gerekmektedir (Telatar, 2002: 140-5).

#### **A-Para Otoritesinin Karar Problemi ve Para Politikası Uygulamaları**

Para otoritesi fiyat istikrarı sağlama amacına sadece kendi para politikası araçlarını kullanarak ulaşamaz. Para politikası araçlarının sonuçları iktisadi birimlerin beklentilerine de bağılıdır. Para otoritesi para arzını belirleme gücüne sahip olsa bile para talebini doğrudan etkileyemez. Para talebini belirleyici olan unsurlardan biri de iktisadi birimlerin beklentileridir. Bu beklentiler para arzını etkileyeceğinden, modern para politikası yaklaşımında para arzı içselleşmiştir

(Çolak, 2001: 44). Dolayısıyla para politikasını belirlemede sadece para otoritesi değil, aynı zamanda iktisadi birimlerin beklentileri de önemli hale gelmiştir (Keynes, 1980: 13). Böylece bir ekonomide hem para otoritesi hem de iktisadi birimler, kendi faydalarını maksimize etmenin yollarını arayarak para politikasının belirleyicisi haline gelmişlerdir.

Karmaşık matematiksel işlemlerden kaçınarak yalın formların oluşturulabilmesi için uzun dönemli kayıp fonksiyonu tek dönemli basit bir kayıp fonksiyonu haline getirerek şu şekilde ifade edilebilir (Telatar, 1997: 46):

$$L = a\pi^2 + (y - ky^*)^2 \quad (18)$$

Denklem (18)'den görüldüğü gibi politik otoritenin kayıp fonksiyonu, hem cari enflasyona hem de çıktı sapmalarına dayanmaktadır. Denklemdaki k katsayısı ekonomideki bozucu etkileri temsil etmektedir (k=1 olduğu zaman piyasalar tam rekabet şartlarında; k > 1 olduğu zaman ise, tekelci konumda çalışmaktadır).

(ky\* > y\*) olduğundan, para otoritesi genişletici para güdüsüyle bu bozucu etkilerden faydalanarak ekonomiyi doğal çıktıdan daha yukarıda bir noktada dengeye getirmeye çalışır (Erdoğan, 1997: 45-46).

Politik otoritenin hedefi beklenmedik bir enflasyon ortamı yaratarak çıktıyı doğal çıktının üzerine çıkarmaktır.

İleride de görüleceği üzere y > y\* olduğunda politik otorite faydasını maksimize etmiş olacaktır. Para otoritesi elindeki parasal araçları rassal bir şekilde kullandığından beklenmedik enflasyon yaratma gücü bulunmaktadır. Bu durum zaman tutarsızlığı problemini de beraberinde getirmektedir. Para otoritesinin elinde böyle bir gücün olması iktisadi birimlerde para otoritesine karşı güven sorununu ortaya çıkartır. İktisadi birimlerin para otoritesine güven sorununun sebebi olan zaman tutarsızlığını incelemek faydalı olacaktır.

## 1-Zaman Tutarsızlığı ve Güvenilirlik Problemi

Para otoritesi belirli hedefler için para politikasını oluşturur. İktisadi birimlerinde bu politikalara uyumlu tepkilerde bulunacaklarını varsayar. Bu varsayım, para otoritesinin politika değişmelerine karşı özel iktisadi birimlerin beklentilerinin nasıl etkileneceği ve iktisadi birimlerin beklentilerine karşı para otoritesinin para politikasını nasıl uyarlayacağını ihmal eder. Bu tarz bir sonuç diğer ekonomik aktörlerin pasif/izleyici olduklarını kabul etmek demektir ki, bu gerçeklerle pek uyumsuz. Para otoritesi dışındaki ekonomik aktörler de kendi politikalarını kendi amaçları doğrultusunda oluştururlar.

Örneğin para otoritesi % 20 enflasyonu hedeflediğini açıklarken, diğer iktisadi birimler kira kontratlarını % 50 enflasyona göre yaparlarsa, para otoritesi enflasyon hedefini asla gerçekleştiremeyeceği gibi istediği politikaları da uygulayamaz (Telatar, 2002: 144-5). Bu durum aslında para otoritesi ile iktisadi birimler arasında bağımlılığı da ortaya koyar. Para otoritesi ile iktisadi birimler arasındaki bu bağımlılık anlaşılabilir olabileceği gibi anlaşılabilir de olabilir. Her iki taraf arasında anlaşılabilir bir durum var ise bunun temelinde de zaman tutarsızlığı bulunmaktadır (Adam, 2003: 11-3).

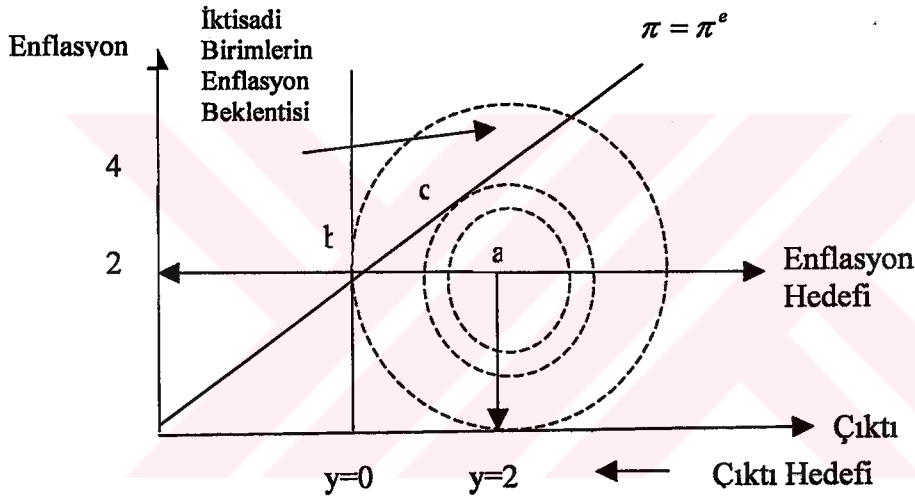
### a-Zaman Tutarsızlığı

Zaman tutarsızlığı ile kastedilen,  $t$  döneminde  $t+1$  dönemi için ortaya konan politikaların  $t+1$  dönemi içerisinde değişmesidir (Blanchard ve Fisher, 1989: 567). Bir başka deyişle para otoritesinin uyguladığı politikayla, kamunun inandığı optimal politikalar arasındaki tutarsızlıktır (Fisher, 1995: 32). Başka bir anlatımla para otoritesinin açıkladığı optimal politika ve iktisadi birimlerin beklentilerinden sonra sürdürülen politika arasındaki farktır.

Zaman tutarsızlığının sebebi, para otoritesinin önceden ilan ettiği politikayı yerine getirememesi ve/veya getirememesi ihtimalinin bulunmasıdır. Politik otoritenin kısa vadede faydasını maksimize etme isteği zaman tutarsızlığının nedeni olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu durum şöyle açıklanabilir: Para politikalarında zaman tutarsızlığı problemi, politika otoritesinin şahsi politikalarını cari çıktıyı doğal çıktıyı

aşacak şekilde para politikasını enflasyon eğilimine doğru yönlmesi gibi bir girişimden ortaya çıkmaktadır (Lohmann, 1992: 273-4). Nitekim (16) nolu eşitliğe göre çıktıyı  $y$  doğal çıktının  $y^*$  üzerine çıkarmanın yolu beklenmeyen enflasyon yaratmaktan geçmektedir  $\pi > \pi^e$ .

Zaman tutarsızlığı grafik yardımı ile de açıklanabilir. Bunun için para otoritesinin  $t$  döneminde  $t+1$  dönemi için % 2 enflasyon hedefi ortaya koyduğunu varsayalım. Para otoritesi  $t+1$  dönemi içerisinde önceden ortaya koyduğu enflasyon hedefini aşarak kayıp fonksiyonunu küçültmeye çalışır. Grafik 4'de bu durum ortaya konulmaktadır.

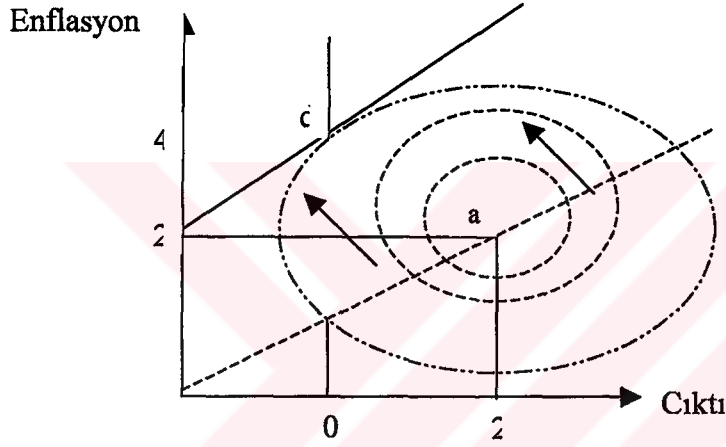


**Grafik 4: Zaman Tutarsızlığı**

Grafikte para otoritesinin kazançları ve hedeflediği büyüklükler gösterilmektedir. Kesikli daireler kayıtsızlık eğrileri olup para otoritesinin kazançlarını temsil etmektedirler. Farklılık eğrisinin yarı çapı küçüldükçe kazancı artmaktadır. Sıfır değerindeki çizgi doğal çıktıyı temsil etmektedir.

Eğer iktisadi birimler para otoritesinin taahhütlerine inanırlar ise, sözleşmelerini buna göre ayarlayacaklardır. Sonuçta ekonomi (b noktasında) doğal çıktı seviyesinde, enflasyon da % 2 gibi bir noktada dengeye gelecektir.

Para otoritesinin amacı, çıktıyı doğal çıktıyı aşan bir noktaya getirerek faydasını maksimize etmektir. Bunun da yolu beklenilmeyen bir enflasyon yaratmaktır. Böylece enflasyon oranı % 4 gibi bir orana yükselecek; çıktı doğal çıktıyı aşacaktır (c noktası). Böylece denge daha alt bir farksızlık eğrisinde oluşacak, para otoritesi kazancını arttırmış olacaktır. Para otoritesi dönem başında % 2 gibi bir enflasyon oranı hedeflediği halde dönem sonunda faydasını maksimize etmek amacıyla -çıktıyı doğal çıktının üzerine çıkarmak için- bu oranı aşmıştır. Böylece zaman tutarsızlığı ortaya çıkmış olur<sup>5</sup>.



**Grafik 5: Zaman Tutarlılığı**

Ancak iktisadi birimler rasyonel olduklarından para otoritesine güvenmeyecekler para otoritesinin bu girişimin farkına varacaklar ve beklentilerini

<sup>5</sup>Debelle ve Fisher (1994)'in çalışmasında denge enflasyon oranı,

$$\pi = \frac{\mu \delta_g}{\delta_x + \delta_g + \mu \delta_g}$$

tanımlanmıştır. Bu denklemdaki  $\mu$  çıktı ağırlık katsayısıdır ki, muhafazakar bir para otoritesi için sıfır olur. Bu durumda enflasyon oranının da sıfır olması gerekmektedir. Aksi takdirde  $\mu$  sıfırdan farklı ise sürpriz enflasyon tehlikesi ortaya çıkmaktadır. İlerleyen bölümlerde  $\mu$  yerine b notasyonu kullanılacaktır. Yukarıdaki fayda fonksiyonuna sahip bir siyasal otorite için  $\mu$  sıfır olmayacağından politik otoritenin iktisadi aktörleri kandırma eğilimi her zaman mevcut olacaktır. Bu durum zaman tutarsızlığından başka bir şey değildir.



buna göre oluşturacaklardır. Sonuçta denge noktasında (d noktası), hedeften daha yüksek bir enflasyon oranı ve ancak doğal çıktı kadar çıktı artışı gerçekleşecektir (Bierman ve Fernandez, 1998: 167-81).

Para otoritesi iktisadi birimleri sürekli olarak kandıramaz. Para otoritesinin bütün politikaları özel sektör tarafından algılanır ve cezalandırılır. Sonuç olarak para otoritesinin bu tür bir girişimi sadece çıktıyı arttırmaksızın enflasyonu yükseltir. (Kydland ve Prescott, 1977: 474-80).

### **b-Güvenilirlik Problemi**

Çağdaş para politikası para otoritesi ile iktisadi birimler arasında karşılıklı stratejiye dayanmaktadır (Erdoğan, 1997: 6). Bu strateji iki tarafın güvenine veya güvensizliğine bağlıdır. Politik otorite, enflasyonu engellemede ne tür politikalar izlerse izlesin, politikaların enflasyonu düşürmedeki başarısı, programın güvenilirliğine bağlıdır (Blackburn ve Christensen, 1989: 2-3). Güvenilirliğe sahip bir program iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerini etkileyerek dezenflasyon sürecinde ortaya çıkabilecek maliyetleri azaltır (Taylor, 1983: 123-5). Dolayısıyla çağdaş para politikasının temel unsurlarından biri olan güvenilirliği açıklamak para politikası kurallarının gerekliliğini ortaya koymak bakımından önemlidir.

Para otoritesi ile diğer ekonomik birimler arasındaki güvensizlik para otoritesinin beklenilmeyen bir enflasyon yaratma gücünün elinde olmasından kaynaklanmaktadır. Para otoritesinin enflasyon yaratmasının altında yatan neden bireysel çıkarlar ile toplumsal çıkarlar arasındaki farktır. Özel iktisadi birimler için herhangi bir nedenden kaynaklanan piyasa dengesizlikleri (örneğin işsizlik) fayda fonksiyonuna girmez iken, para otoritesi açısından bu dengesizlikleri fayda fonksiyonuna dahil etmek doğaldır. Bu durumda para otoritesinin marjinal faydası marjinal maliyetinden büyük olacağından, sürpriz bir enflasyon para otoritesinin faydasını arttıracaktır. Ancak bu durumda para otoritesi sürpriz enflasyon yaratarak piyasa aksaklıklarını ortadan kaldırma çabası amacına ulaşamayacaktır. Enflasyon daha da artacaktır. Çünkü iktisadi birimler para otoritesini güvenmediklerinden daha yüksek bir fiyatlama politikası izleyeceklerdir. Dolayısıyla piyasa aksaklıkları da varlığını devam ettirecektir. Bu sonuç iktisat literatüründe para otoritesinin enflasyon



eğilimi denilmektedir. Bu tür bir eğilim olduğu sürece iktisadi birimler para otoritesini güvenmeyeceklerdir.

İktisadi birimler mevcut bilginin tamamını kullanarak makro ekonomik değişkenlerin alacağı büyüklükleri veya rakiplerinin stratejileri tahmin etmeye çalışılır. Dolayısıyla rasyonel iktisadi birimler, para otoritesinin seçeceği politikaya göre ortaya çıkacak enflasyon düzeylerini dikkate alarak, kendi konumlarını tayin edeceklerdir. Bu durumda para otoritesi ile iktisadi birimler arasındaki karşılıklı ilişki, işbirliğine açık olabileceği gibi; tersine işbirliğine açık da olmayabilir. Eğer bu ilişki işbirliğine açık ise iki taraf arasında güvene dayalı bir ilişkinin olduğu söylenebilir. (Fisher, 1995: 2).

Güvenilirlik para otoritesinin kayıp fonksiyonunu minimize ederek, elde ettiği para politikası seti ile iktisadi birimlerin beklentilerinin bir biri ile uyumlu olmasını ifade eder. Para politikasında, para otoritesi ve iktisadi birimlerin stratejilerinden oluşan karşılıklı adımlar içerisinde her iki taraf açısından benzer stratejiler baskın ise, bu durum güvenilirliği temsil etmektedir (Cukierman, 1994: 205). Kelime olarak güvenilirlik, söylem ile eylemin örtüşmesidir (TCMB, 2003: 27). İktisadi birimlerin enflasyon beklentisi ile para otoritesinin fiili enflasyonu arasındaki fark ne kadar az ise güvenilirlik de o kadar fazladır<sup>6</sup>.

Ekonomi politikaları uygulamaları ile beklentilerin birbiri ile uyumlu olmasına tam güvenilirlik denir. Bu yaklaşım makro ekonomiye ve para politikasına da taşınabilir (Cukierman, 1994: 205-7). Para otoritesinin hedeflediği enflasyon ile iktisadi birimlerin beklentileri arasında tam bir uyum varsa, mükemmel güvenilirlikten bahsedebiliriz. Yani para otoritesinin hedeflediği enflasyon düzeyi ile iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerinin birbiri ile tam uyumlu olması mükemmel güvenilirliği yansıtır. Bu durumu şu denklem ile gösterebiliriz.

$$\pi_t^e = \alpha * \pi^* + (1 - \alpha) \pi_{t-1}$$

<sup>6</sup> Eğer para otoritesi açık olarak bir hedef tayin etmiş ise tayin ettiği hedef ile piyasa beklentileri arasındaki fark güvenilirliği ölçmede kullanılabilir. Eğer iktisadi birimlerin beklentileri geçmişe dönük değil ise, cari beklentileri para otoritesinin beklentileri ile uyumlu olacaktır. Bir başka ölçüm ise Faust ve Svensson (1998) ölçümüdür. Buna göre para otoritesinin t-1 döneminde t dönemi için yapılan para politikası anonsundan iktisadi birimlerin enflasyon beklentisinin çıkarılmasıdır. Daha detaylı bilgi için bkz, *Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goal*, Nber, No: 6452

Denklemdaki  $\alpha^*$  katsayısı güvenilirlik katsayısıdır. Bu katsayının 1 olması tam güvenilirliği gösterir.  $\alpha^* = 0$  olması durumunda para otoritesi hiçbir güvenilirliğe sahip değil demektir. Bu durumda iktisadi birimler fiyat beklentilerini geçmiş dönemin enflasyonunu dikkate alarak para otoritesinin hedeflediği  $\pi^*$  enflasyonun üzerine ilave eder. Böylece para otoritesi hedeflediği enflasyon düzeyine ulaşamaz. Gerçekleşen enflasyon hedeflenenlerden daha büyük olduğu sürece para otoritesinin güvenirliliği iktisadi birimler nezdinde sağlanamayacaktır (Svensson, 1999: 25).

Literatürde para otoritesi için güvenilirlik üç şekilde tanımlanmaktadır:

- i- Enflasyondan nefret gücü,
- ii- Uyuşma güdüsü,
- iii- Para politikası ilanı.

Para otoritesinin enflasyon nefreti arttıkça güvenilirliği de artacaktır. Para otoritesinin enflasyonla mücadele isteği ne kadar güçlü ise muhafazakar niteliği de o ölçüde ön plana çıkar. Muhafazakar bir para otoritesi mümkün olduğu ölçüde taahhütlerini yerine getirmeye çalışır (Artigues ve Vignola, 2002: 3-5).

Diğer bazı modellerde ise, para politikasının güvenirliliği para otoritesinin verdiği sözleri yerine getirip getirmediğine bağlı olarak tanımlanmaktadır. Bazı iktisatçılara göre para otoritesinin kendisini taahhülle bağlamadığı sürece güvenilir değildir (Persson ve Tabellini, 1990: 2-3). Para otoritesinin kendisini taahhütlerle ile fiyat istikrarına adama derecesi güvenirlilik ile aynı anlama gelmektedir. Blinder'in 84 OECD ülkesinin merkez bankası ile anket yoluyla yaptığı çalışmada, güvenirlilik ile fiyat istikrarını amaç edinme arasında çok yakın ilişki olduğu ortaya çıkmıştır (Blinder, 1999: 7-10).

Bazı iktisatçılara göre de güvenirlilik cari durum içerisinde politika değişikliğini ifade eder. Bu değişikliğin topluma en etkin bir şekilde duyurulması gerekmektedir. Politika değişikliği ilan edildiğinde önemli nokta, izlenen yeni politikanın eskiye nazaran daha kararlı ve daha yenilikçi olmasının gerekliliğidir (Taylor, 1982: 81-3).

Para otoritesinin güvenilirliği hem cari politikalarına, hem de gelecek politika beklentilerine bağlıdır. Para otoritesinin gelecek politika amaçlarının güvenilirliği para otoritesinin fiyat istikrarına verdiği önemle doğrudan ilgilidir.

$$\pi_{cr}^e = x_{cr}^p = \frac{\alpha y^*}{A} \quad (19)$$

Nitekim (19) nolu denklemde de görüldüğü üzere iktisadi birimlerin enflasyon beklentisi  $x_{cr}^p$  ile tasvir edilen para otoritesinin politikasına bağlıdır. Güvenirliliğin temeli de para otoritesinin enflasyon konusunda tutucu olmasına (denklemde A ile ifade edilmiştir) ve politikaların mükemmel şekilde öngörebilmesine bağlıdır (Cukierman, 1992: 245-50)

Ancak para otoritesi siyasal otoriteden bağımsız olmadığı sürece, enflasyondan nefret güdüsü yeterince güçlü olmayacaktır. Bu tür bir para otoritesinin taahhütlerini yerine getirme ve toplumsal beklentileri etkileme gücü de sınırlı olacaktır. Siyasal otoriten bağımsız bir para otoritesi içinde öncelikli amaç fiyat istikrarı olarak belirlenirse, para otoritesinin inandırıcılığı artar. Bu nedenle güven ve onun alt unsuru olan bağımsızlık kavramı, çağdaş para politikasının odak noktası haline gelmiştir (Clarida, Gali, Getrler, 1999: 19-20).

### **c-Politik Otoritenin Yetkilerini Bir Temsilciye Bırakması: Merkez Bankasının Bağımsızlığı**

Para otoritesinin nihai hedefi olan fiyat istikrarına ulaşması para otoritesi uygulamaları ile iktisadi birimlerin beklentilerinin örtüşmesine bağlıdır. Bu ise para otoritesinin tutarlı bir politika izlemesiyle mümkündür. Para otoritesinin tutarlı yani fiyat istikrarını sağlayıcı bir politika izlemesi, bağımsız karar alabilmesine bağlıdır. Bu anlamda para politikasında bağımsızlık, para otoritesinin amaçlarını ve bu amaçlara ulaşmak için kullanacağı araçları seçerken ve para politikasını yürütürken bağımsız olmasını ifade etmektedir (Briault, Haldane, King, 1997: 299). Para otoritesi bağımsızlığı ile para politikasını kısa vadeli amaçlar uğruna değil; sadece toplumun uzun vadedeki refahını arttırmak için kullanacaktır (Serdengeçti, 2003: 3-4). Çağdaş para politikasında para otoritesinin bağımsızlığını etkileyen çeşitli faktörler vardır.

Bunlar teknolojik, politik ve stratejik faktörlerdir (Blacburn ve Christensen, 1989: 25-30).

Teknolojik faktör, politika yapıcının kararlarını ve öngörülerini, enstrümanların kontrol edilebilirliğini ve uygulanabilirliğini sağlayarak güvenilirliği inşa eder. Teknolojik faktör merkez bankasının parasal kararlarının politik baskıya rağmen değişmemesidir. Teknolojik faktör merkez bankasının bağımsızlık kavramının geniş bir şekilde tanımlanmasından başka bir şey değildir. Bağımsızlık kavramı sadece yasal desteklerle sağlanamamaktadır. Kamunun finansman açısından merkez bankası üzerindeki baskısının ve ödemeler dengesinde problemin olmaması, bağımsız bir merkez bankası için gerekli ekonomik şartlardır. Başarılı bir para politikası için merkez bankası şu üç açıdan bağımsız olmalıdır:

-Operasyonel anlamda; para politikası araçları üzerinde tam denetim sağlanmış olmalıdır.

-Kamu maliyesi açısından problemler bulunmamasıdır

-Yasal açıdan güvenceye alınmış bir bağımsızlığa sahip olmalıdır (Baydur ve Süslü, 2002: 48).

Politik faktör ise, merkez bankasının bağımsızlığını ifade eder. Politik otorite, para politikasını yürütme işini bir temsilciye bırakabilir. Bu durumda para politikasının etkisi ve güvenilirliği seçilen temsilcinin bağımsızlığı ile yakından ilgili hale gelir. Politik otoritenin para otoritesini (merkez bankasını) yetkilendirme süreci, para politikasında güvenilirliğin siyasi boyutunu oluşturur (Alesina ve Gatti, 1995: 245-46). Merkez bankasının politik bağımsızlığı ile düşük ve istikrarlı enflasyon arasında bir ilişkinin bulunduğu görüşü genel olarak kabul görmektedir (Hayo, 1999: 7-8).

Bağımsızlığı sağlamada diğer bir faktör stratejik faktördür. Politik otorite ile iktisadi birimlerin davranışları arasında bir karşılıklı bağımlılık durumu vardır. Özellikle politik otoritenin aldığı kararlarda iktisadi birimlerin geleceğe dönük baskıları da etkilidir. Eğer politik otorite ile iktisadi birimler arasında konsensüs var ise güven ortamı ortaya çıkacaktır. İktisadi birimlerin beklentileri para otoritesinin öngörülleri doğrultusunda oluşacaktır. Buna karşılık para otoritesi iktisadi birimleri

kandırmaya niyetli ise anlaşmasız bir oyun ortaya çıkacak; enflasyon ve çıktı dengesi daha alt bir dengede (suboptimal) oluşacaktır (Lippi, 1999: 29).

Para politikasının yürütülmesinin bağımsız bir temsilciye bırakılmasının sonuçlarını Rogoff'a dayanılarak gösterilebilir. Para otoritesi (20) nolu denklemdeki kayıp fonksiyonunu minimize ederek fiili enflasyonu ve enflasyon beklentilerini belirler.

$$L = \frac{1}{2} \pi_t^2 + \frac{b}{2} (y_t - k)^2 \quad b > 0 \text{ ve } k > 0 \text{ dır.} \quad (20)$$

$$E(\pi) = \pi_t^e = bk \quad (21)$$

$$\pi_t = kb - \frac{b}{1+b} \varepsilon_t \quad (22)$$

(21) nolu denklem iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerinin para otoritesinin politikalarına yani enflasyon eğilimine bağlı olduğunu söylemektedir. (22) nolu denklem de ekonomi politikalarının iki sonucuna vurgu yapmaktadır. Eşitliğin sağ tarafındaki ilk terim ekonomi politikalarının yani hükümetlerin enflasyonist eğilimi vurgulamaktadır. İkinci terim ise, politika şoklarının enflasyon üzerinde olumsuz etkisini gösteren bir istikrar terimidir.

Ekonomi politikalarının çıktı ve enflasyon üzerindeki etkilerinin analiz edilebilmesi için enflasyon ve çıktının varyanslarına bakmak gerekmektedir.

$$\text{var}(\pi) = \frac{b^2}{(1+b)^2} \sigma_\varepsilon^2 \quad (23)$$

$$\text{var}(y) = \frac{1}{(1+b)^2} \sigma_\varepsilon^2 \quad (24)$$

Politik otoritenin çıktıya atfettiği önemi gösteren ( $b$ ) katsayısının<sup>7</sup> büyüklüğüne göre, şokların çıktı artış hızına yansıma derecesi değişmektedir. Politik otorite çıktıda dalgalanmalardan hoşlanmıyorsa, yani  $b$ 'nin derecesi büyük ise, (24)

<sup>7</sup>  $\lambda$  simgesi yerine  $b$  nosyonu kullanılmaktadır. Bunun amacı yazım açısından kolaylık sağlamaktır.

nolu denklemde ifade edilen çıktı varyansı küçülecektir. Bu varyansın küçülmesi de çıktıda istikrar anlamına gelmektedir. Ancak çıktıda istikrar amaçlayan politikaların sakıncası, (23) nolu denklemde enflasyon varyansı tarafından da gösterilmektedir.  $b$  katsayısı ne kadar büyük ise, enflasyondaki istikrarsızlık da o kadar artmaktadır.

Modern para politikasında para otoritesinin temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olduğundan, Rogoff'a göre bu problem para politikasını yürütme görevi bağımsız bir temsilciye verilerek aşılabilir. Böyle bir uygulama sosyal refahı arttıran bir uygulama olacaktır. Yeter ki politika yapıcı tarafından seçilen temsilcinin bağımsızlığına, seçildiği dönem içinde müdahale edilmesin; politika yapıcı sadece dönem sonunda veya belirlenen sürenin sonunda temsilciyi ve politikasını değiştirebilsin. Bu şartlar altında politika yapıcısı kendisi için bir temsilci seçerek işe başlayacaktır. Bu temsilcileri seçeceği bir büyüklük bulunmaktadır. Buradan seçilecek temsilcinin çıktıdaki dalgalanmaya verdiği önem ( $\hat{b}$ ) nin politika yapıcısından farklı olduğu kabul edilmektedir. Zamanlama açısından dönem başı ve dönem sonu olmak üzere bir zaman ufku politika yapıcının karşısına çıkmaktadır. Politika yapıcı ilk adımda farklı ( $\hat{b}$ ) parametresine sahip bir temsilci seçecektir. Temsilci daha sonra ortaya çıkacak şoklara göre politikayı belirleyecektir. İkinci adım olan dönem sonunda politika yapıcı temsilciyi değiştirebilir. Ancak bu zaman süresi boyunca politika yapıcı içinde temsilcinin uyguladığı politika idealdir. Dolayısıyla politika yapıcı için sorun, aşağıdaki (25) nolu denklem tarafından ifade edildiği gibidir: Politika yapıcı kayıp fonksiyonunu minimize edecek bir temsilci seçecektir (Alesina ve Gatti: 1995,187)

$$\text{Min}E\left(L\left(\hat{b}, b\right)\right) = E\left[\frac{1}{2}\left(\hat{b}k - \frac{\hat{b}}{1+\hat{b}}\varepsilon\right)^2 + \frac{b}{2}\left(\frac{1}{1+\hat{b}}\varepsilon - k\right)^2\right] \quad (25)$$

Politika yapıcısı tarafından seçilen temsilci (25) nolu denklem ifade edilen politika kuralını takip eder. Ancak ( $b$ ) yerine ( $\hat{b}$ ) seçilerek para politikası uygulanacaktır. Eğer politika yapıcı kayıp fonksiyonunu minimize edecek şekilde temsilci seçerse enflasyondaki dalgalanmalar azalacaktır. Eğer (25) nolu denklem



$\hat{b}$  çözümlenirse,  $0 < \hat{b} < b$  olduğu gösterilebilir. Bu durum parasal otoritenin çıktıya verdiği önemin azalması  $\hat{b}$  anlamına gelmektedir. Böyle bir para otoritesinin enflasyon nefret katsayısı daha yüksektir. Bu şartlarda bağımsız bir para politikası temsilcisi altında daha da düşük bir enflasyon dalgalanması ortaya çıkacaktır.<sup>8</sup> Enflasyondaki dalgalanmalardaki azalma (23) nolu enflasyon varyansına bakılarak daha net bir şekilde gösterilebilir. Bu sonucun ortaya çıkmasının altında, ekonomi otoritesinin para politikası üzerindeki yetkilerini belli bir süre için kendisinden daha fazla enflasyon nefretine sahip bir temsilciye bırakması yatmaktadır. Yalnız burada anahtar faktör temsilcinin (merkez bankasının) bağımsızlığıdır.

Para otoritesi ile iktisadi birimler arasında güven ortamının oluşabilmesi için para otoritesinin bağımsız olması ve kendisini belli bir sorumluluk altına alması gerekmektedir. Böyle bir sorumluluk yanında, bağımsızlık sağlanamadığı sürece güvenilirlik bir problem olarak ortaya çıkacaktır. Güvenilirlik probleminin en önemli faktörü zaman tutarsızlığıdır. Bunu ortadan kaldırmanın yolu para politikasında kurallar ortaya koymaktan ve kurumsal yapıları değiştirmekten geçer.

### **B-Güvenilirliği Sağlamada Para Politikası Uygulamaları**

Para politikası ile herhangi bir büyüklüğün hedeflenip, hedeflenen büyüklüğe ulaşılması dinamik ekonomik ortamda kolay değildir. Ekonomik ortam değişince verilen sözlerin yerine getirilmesi güçleşir. Sözler tutulamayınca para otoritesine açılan kredi olumsuz etkilenir. Bu açıdan uygulanılacak para politikasıyla ilgili olarak iki farklı yaklaşım önerilmektedir:

i- Para otoritesi ekonomik duruma göre ihtiyari bir politika izleyebilir veya

ii- Kurala bağlı katı politikayı ekonomideki gelişmeleri veya şokları dikkate almadan uygulayabilir.

<sup>8</sup> Gregoria yaptığı çalışmada merkez bankasının özerk hale gelmesinin zaman tutarsızlığını azaltarak daha düşük enflasyonun oluşmasına neden olduğunu ortaya koymuştur. Daha detaylı bilgi için bkz: Jose Gregoria, "Inflation, Growth and Central Banks: Theory and Evidence", [www.nber.org](http://www.nber.org)

Birinci yaklaşım ihtiyari politikalarda parasal otorite kendisini yükümlülük altına almadan gün be gün değişebilen bir politika izler. Böyle bir politikada parasal otorite iktisadi birimlerin enflasyon beklentisinden daha fazla enflasyon yaratır. Bu politikanın izlenilmesi durumunda, ekonomide meydana gelen arz ve talep şoklarının çıktıda yaratacağı dalgalanmaların şiddeti daha az olacaktır. Bu durumun parasal otoriteye güven kazandıracığı öne sürülmektedir. Ancak bu politikanın rassal olarak yürütülmesi ve sürpriz enflasyonu bünyesinde bulundurması, iktisadi birimlerin beklentilerini olumsuz yönde etkiler. İktisadi birimler enflasyon beklentilerini bu tür sürprizleri elimine edecek şekilde ayarlarlar. Bu durumda enflasyon şoku yaratmanın sonucu, dönem sonunda ortalamadan daha yüksek enflasyon ve parasal büyüme olacaktır.

İkinci yaklaşım “tutucu merkez bankası” yaklaşımıdır. Bu yaklaşımın temeli pratikte merkez bankasının her bir dışsal şoka karşı para politikası setinin olmasının imkansızlığına dayanmaktadır. Bu strateji benimsenirse, parasal otorite önceden ilan ettiği bir program ile çeşitli durumlarda izleyeceği politikaları ödün vermeden uygular. Ekonominin genişlemesi veya daralması para politikasının değiştirilmesine neden olmaz. Kurala bağlı olmayan politikalar enflasyonisttir (Fisher, 1995: 1162-63). Politikalar kurala bağlanmalı ve tavizsiz uygulanmalıdır.

Böyle bir politika uygulanmasının nedeni para politikasındaki gecikme etkisi sorunudur. Bilindiği gibi, para politikasının etkileri nispeten uzun bir zaman sonra ortaya çıkmaktadır. Merkez bankasının bugün alacağı bir önlem, etkisini ancak önümüzdeki bir veya iki yıllık bir dönemde gösterecektir. Böylece ortaya çıkan uzun ve değişken zaman aralıkları, gelecekteki ekonomik faaliyetlerin ince ayarının yapılabilmesi için gerekli olan politikanın belirlenmesini güçleştirmektedir. Ayrıca politik baskılar, uzun dönemde enflasyonu arttırmak pahasına, reel ekonominin canlandırılmasıyla elde edilecek anlık ya da kısa dönemli yararları yönelik bir eğilimi de güçlendirir. Söz konusu gecikme etkisi ve kısa dönemli politik arzuların bir araya gelmesiyle uzun dönemde enflasyon, olması gerekenden daha da fazla yükselmekte; buna karşın reel üretimde sürekli bir artış ortaya çıkmamaktadır. Ekonomik faaliyetlerin ince ayarında, para politikası ne kadar sistematik kullanılırsa,



bu tür politikaların enflasyonist sonuçlarının o ölçüde fazla olacağı kuşkusuzdur (Erçel, 2000).

Para politikasının temel özelliği güvenilirlik ve esneklik arasında değiş tokuşa dayanmasıdır. Dolayısıyla para otoritesi güvenilirlik ve esnekliğe bağlı olarak üç politika uygulama şansı bulunmaktadır: İhtiyari politika, taahhüt politikası<sup>9</sup> ve kandırma politikasıdır. Bu politikalardan hangisinin para otoritesinin faydasını maksimize ettiğini Barro-Gordon modelinden yola çıkılarak ortaya konulabilir. Modelin varsayımları şu şekildedir. Para otoritesi parasal enstrümanları kullanarak enflasyon kontrol etmeye çalışır. Hem para otoritesi hem de iktisadi birimler geleceği net olarak öngöremeseler bile rasyonel olarak tahmin edebilirler

Para otoritesinin her dönem için  $Z_t$  gibi bir maliyet fonksiyonu vardır. Para otoritesi her dönem  $Z_t$ 'yi minimum yapan politikayı uygulamak isterler

$$Z_t = (a/2)(\pi_t)^2 - b_t(\pi_t - \pi_t^e) \quad (26)$$

Denklemden  $(a/2)(\pi_t)^2$  enflasyon maliyetini ortaya koymaktadır. Enflasyon oranı arttıkça maliyet yükselmektedir<sup>10</sup>. Denklemden ikinci terim enflasyon şoklarından oluşun kârları ortaya koymaktadır. Beklenilmeyen enflasyon arttıkça para otoritesinin maliyeti azalır (Barro ve Gordon, 1983: 103-5). Para otoritesinin izleyebileceği her üç politikayı Barro-Gordon modeli yardımı ile inceleyip, birbirileri ile kıyaslayarak, hangi politikanın para otoritesinin maliyetini minimize ettiği bulunabilir.

### 1-İhtiyari Politikalar

İhtiyari politikalarda, para otoritesi kullandığı parasal enstrümanların ekonomideki gösterdikleri tepkiye bakarak para politikasını informal bir şekilde yürütür. Bu tür bir politika belirli kurallara bağlanmış politikalar değil; günlük yürütülen politikalardır (Taylor, 1993: 198). İhtiyari politika, para otoritesinin farklı

<sup>9</sup> Taahhüt politikası, bağlayıcı politikası ve kural politikası kavramları bu çalışmada eş anlamlı olarak kullanılacaktır.

<sup>10</sup> Bu maliyetler, faizlerin artması, ulusal paraya olan talebin azalması ve büyümenin istikrarsızlaşması olarak sayılabilir

dönemlerdeki enstrüman seçimleri arasında ilişki olmadan, dönem dönem yürütülmesi olarak da tanımlanabilir (McCallum, 1989). Böyle bir süreç para otoritesinin ekonomik karakteristiği hakkında belirsizlik ortaya çıkartır. Bu belirsizlik iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerini olumsuz yönde etkiler.

İhtiyari politikalarda, para otoritesi iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerini veri alarak kendi enflasyon düzeyini seçer. Bu durum kısa dönemde çıktı artışı yaratmasına karşın sonraki dönemlerde iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerini yükselterek, enflasyon sürecini hızlandırır (Romer, 1996: 399-403). Eğer iktisadi birimlerin enflasyon beklentisi düşük ise, para otoritesinin yaratacağı ekstra enflasyonun para otoritesine maliyeti düşük olur.<sup>11</sup>

İhtiyari politikalarda para otoritesi ile iktisadi birimler arasında anlaşmasız bir tutum vardır. Bilhassa politik otorite fiili enflasyonu seçerek, kendi faydasının maksimize etmeye çalışır. Para otoritesi iktisadi birimlerin enflasyon beklentisini veri alarak cari dönem için beklenen maliyetleri  $E(z_t)$  minimize edecek enflasyonu seçer.  $E(z_t)$ 'nin minimizasyonu  $\pi_t'$ 'ye göre türevi alınarak yapılır. Yani:

$$\frac{\delta Z}{\delta \pi^i} = 2\left(\frac{a}{2}\right)\pi_t - b = 0 \quad (27)$$

$$\pi^i = \frac{b}{a} \quad (28)$$

Denklemdaki  $\pi_t'$  ihtiyari politikalar altında cari enflasyon düzeyini ortaya koymaktadır. İktisadi birimler rasyonel beklentilere sahip olduğundan cari enflasyon için öngörülebilirler. Dolayısıyla,

11-Para otoritesinin ekstra bir enflasyonun maliyeti iktisadi birimlerin enflasyon beklentisinin yükselmesidir. Ekstra bir enflasyonun getireceği kâr çıktıdaki artışa bağlıdır. Bu durum şu şekilde

gösterilebilir.  $\pi = \pi^* + \frac{b}{a+b^2}(y^* - y) + \frac{b^2}{a+b^2}(\pi^e - \pi^*)$  eşitliğin sağ tarafındaki ikinci terim enflasyondaki artışın para otoritesine getirdiği faydayı göstermektedir. Üçüncü terim ise maliyeti ortaya koymaktadır. İktisadi birimlerin enflasyon beklentilerinin optimal enflasyona eşit olduğunu varsaydıığımızda  $\pi^e = \pi^*$  denklemin üçüncü terimi sıfır olacaktır. Bu durum enflasyonunun para otoritesi açısından maliyetinin olmadığı anlamına gelmektedir. Denklemin ilk tarafı pozitif olacağından, para otoritesi enflasyonist bir politika izlemesi uygun olacaktır (Romer, 1996, 400-401).

$$\pi_i^e = \pi_i^i = \frac{b}{a} \quad \text{Bu öngörüden çıkan diğer bir sonuç,}$$

$$\pi_i^e - \pi_i^i = 0 \text{ olmasıdır.}$$

İhtiyari politikalar için para otoritesinin maliyeti (26) nolu denklem içersine fiili enflasyon değeri konularak hesaplanabilir .

$$z^i = \frac{1}{2} \frac{(b)^2}{a} \quad (29)$$

İhtiyari politikalar altında ortaya çıkacak kayıp fonksiyonu, enflasyon oranı ve çıktı miktarı denklem (15) deki kayıp fonksiyonu kullanılarak da tanımlanabilir. Para otoritesinin kayıp fonksiyonunu enflasyon oranına göre türevi alınarak sıfıra eşitlenir.

$$\pi^i = \frac{\alpha(k-1)y^* + \alpha^2 \pi^e}{a + \alpha^2} \quad (30)$$

(30) nolu denklemden de görüldüğü üzere, cari enflasyon oranı sadece para otoritesinin çıktı tercihi ile ilgili değil; diğer iktisadi birimlerin de enflasyon beklentisini de içermektedir. Modelde iktisadi birimler rasyonel beklentilere sahip olduklarından, para otoritesinin enflasyon düzeyini doğru olarak öngörebilirler. Böyle bir varsayım sonucu:

$$\pi^i = a^{-1} \alpha (k-1) y^* \quad (31)$$

(31) nolu denklem ihtiyari politikalarda enflasyonun alacağı denge değerini göstermektedir. Denge durumunda enflasyon  $\pi^e = \pi$  olduğundan, ihtiyari politika sonucu para otoritesi katlanacağı kayıp miktarı aşağıdaki gibidir.

$$L^i = (1 + \alpha^2 a^{-1}) (k-1)^2 y^{*2} \quad (32)$$

İhtiyari politikalar altında oluşacak enflasyon ve kayıp fonksiyonunun alacağı değerden sonra cari çıktı düzeyinin ne olacağı kolaylıkla hesaplanabilir. İktisadi birimler rasyonel beklentilere sahip oldukları için, cari çıktı düzeyi doğal çıktı düzeyine eşit olacaktır  $\pi^e = \pi$ . (33) nolu denklemde bu durum net bir şekilde gösterilmektedir

$$y = y^* + \alpha(\pi - \pi^e) \Rightarrow y = y^* \quad (33)$$

## 2-Kural Politikası

Para otoritesinin izleyeceği politikalardan biri taahhüt politikası ya da onun düzenlenmiş hali olan kural politikasıdır. Kural politikalarda, politik otorite enflasyonu belirlemek için kendisini önceden bir taahhüt altına sokar. Bu taahhütün aynı zamanda yasal bir müeyyidesi de bulunmaktadır. Bu politikanın Belli bir süre için uygulanması para otoritesi açısından bir zorunluluktur. Böyle bir politik ortam içinde para otoritesinin hedeflediği enflasyon düzeyine ulaşmak için izleyeceği politikayı iktisadi birimler bilirler ve güvenirlirler. Politik otoritenin kural politikası altında hedeflediği enflasyon oranı, eğer iktisadi birimler tarafından belirli bir güvenirliliğe sahip ise, para otoritesinin seçtiği enflasyon büyüklüğü hem cari hem de beklenen değerleri etkileyecektir  $\pi_t^e = \pi_t$

Kural altında izlenecek en iyi politika  $\pi_t^k = 0$  dır<sup>12</sup>. Bu politika, ihtiyari politika uygulaması halinde ortaya çıkacak enflasyon eğilimine yol açmaz. Ancak para otoritesinin izlemeye çalıştığı bağlı politikalar, ekonomide oluşacak dışsal şokları öngöremezler. Bu durum para otoritesini, kuralı sürdürme ve güvenirliliği devam ettirme ile kuraldan çıkma ve güvenirliliği kaybetme ikileminde bırakır. İkilemden kaçınmanın yolu normal dönemlerde kural politikası izlenirken, dışsal

---

<sup>12</sup> Bağlayıcı olan politikalarda hedeflenen enflasyon oranı olarak sıfır alınmaktadır. Bunun en önemli nedeni para otoritesinin pozitif bir enflasyon oranı seçtiği durumda, özel kesimi enflasyonu düşüreceği konusunda inandırması daha zor olacaktır ( Fisher,1985: 29-32). Buna karşılık Walsh (1995: 150) para otoritesinin sıfır enflasyon oranını hedeflemesinin güvenilir olmadığını çünkü iktisadi birimlerin pozitif bir enflasyon oranı beklediklerini ve para otoritesinin de bu beklenen orandan daha iyisini gerçekleştiremeyeceğini ortaya koymuştur.

şokların yaşandığı dönemlerde ihtiyari politika uygulanmasıdır (Flood ve Isard, 1988, 17-24).

Kural politikası altında  $\pi^k = 0$  olacağından, denklem (26)'ya göre kural politikasının maliyeti hesaplanır ise  $z_t^k = 0$  olduğu ortaya çıkacaktır. Kural politikası altında ortaya çıkan maliyet ihtiyari politikalardan daha düşüktür.

Kural politikası altında ortaya çıkacak kayıp fonksiyon değerini hesaplamak için, öngörülme enflasyon kayıp fonksiyonuna dahil edilerek ve  $\pi=0$  alınarak (30) nolu denklem şekline dönüştürülür.

$$L = a\pi^2 + (k-1)^2 y^{*2} \quad (34)$$

Bu fonksiyonu minimum değerini elde etmek için enflasyon yerine sıfır konulur.

$$L^k = (k-1)^2 y^{*2} \quad (35)$$

(35) nolu denklem kural politikaları altında kayıp fonksiyonun alacağı değeri göstermektedir.

Kural politikaları altında enflasyonun alacağı değer sıfırdır  $\pi^* = 0$ . Kural politikaları altında çıktı doğal çıktıya eşitlenir. Yani:

$$y = y^* + \alpha(\pi - \pi^e) \Rightarrow y = y^* \quad (36)$$

### 3-Kandırma Politikası

Para otoriteleri her zaman taahhütlerinden vazgeçme eğilimine sahiptirler. Özellikle iktisadi birimlerin düşük enflasyon beklentileri var ise, para otoritesi enflasyon şoklarından ortaya çıkan kârları koruyabilmek için pozitif enflasyon oranı yürütmeye çalışırlar. Para otoritesinin sürpriz enflasyon yaratma eğilimi, para otoritesi ile iktisadi birimler arasında bir anlaşma olmadığı zaman ortaya çıkar.

Eğer para otoritesi ve iktisadi birimler arasında bir anlaşmazlık var ise, para otoritesi önceden ilan ettiği politikalardan saparak sürpriz bir enflasyon yaratma

eğilimine girebilir. Böylece para otoritesi kamu finansmanını, çıktı artışını, ödemeler dengesini, reel faizleri etkileme şansına sahip olacaktır. Anlaşmasız bir durum içerisinde para otoritesi için en iyi çözüm kandırma politikası haline gelmektedir (Person ve Tabellini, 1990: 3-18).

Ancak kandırma stratejisi sonucunda ortaya çıkacak olan durum para otoritesine olan güvenin kaybolmasına sebep olur.

Bu durum şu şekilde gösterilebilir:

$$\pi^e = \pi^* \Rightarrow \pi_{t-1} = \pi_{t-1}^e$$

$$\pi^e = \pi_t \Rightarrow \pi_{t-1} \neq \pi_{t-1}^e$$

Denklemlerden de görüldüğü gibi iktisadi birimlerin eğer bir önceki dönem enflasyon beklentisi para otoritesinin enflasyon beklentisi ile örtüşür ise, iktisadi birimler para otoritesinin bir sonraki dönem taahhüt ettiği enflasyon hedefine inanacaklardır (Barro ve Gordon, 1985). Yok eğer para otoritesi kandırma stratejisi tercih etmiş ise, bir sonraki dönem para otoritesi iktisadi birimlerin öngördüğü yüksek enflasyona uymak zorunda kalacaklardır. Bu durum iktisadi birimlerin kandırma politikası izleyen para otoritesini cezalandırması olarak adlandırılır (Erdoğan, 1997: 21).

Para otoritesinin kandırma politikasından maliyetleri ne kadar minimize ettiğini bulabilmek için iktisadi birimlerin enflasyon beklentisinin sıfır olduğunu varsayalım. Para otoritesi iktisadi birimlerin beklentilerini dikkate alarak maliyetleri minimize edecek enflasyon oranını seçer. Bu ihtiyari politikalar ile aynıdır: yani  $b/a$  dır. Seçilen bu enflasyon oranı maliyet denklemi içerisine yerleştirilir ve gerekli işlemler yapılır ise, kandırma politikası sonucu ortaya çıkan maliyet aşağıdaki gibi ortaya çıkar.

$$z^0_t = -\frac{1}{2} \frac{b^2}{a} \quad (37)$$

Denklemden de görüldüğü üzere kandırma politikasının beklenen maliyeti kural politikasından daha düşüktür.

Kandırma politikası altında para otoritesi kendi faydasını maksimize etmek için kayıp fonksiyonunu minimize edecek bir enflasyon oranını seçecektir. Kayıp fonksiyonun enflasyona göre türevi alınırsa (38) nolu denklem tarafından ifade edilen kandırma politikası altında enflasyon oranı bulunur.

$$\pi^o = \frac{\alpha(k-1)y^*}{a + \alpha^2} \quad (38)$$

Kandırma politikası altında kayıp fonksiyonunu alacağı değer ise, (38) nolu denklemde bulunan enflasyon büyüklüğü kayıp fonksiyonunda yerine konularak ve gerekli işlemler yapılarak elde edilir. Kandırma politikası altında kayıp fonksiyonunun alacağı değer (39) nolu denklemde gösterilmiştir.

$$L^o = \frac{1}{1 + \alpha^2 a^{-1}} (k-1)^2 y^{*2} \quad (39)$$

Kandırma politikası altında çıktıyı alacağı değer ise

$$y = y^* + \alpha(\pi - \pi^e) \Rightarrow y^o = y^* + \alpha\pi \quad \text{dır.} \quad (40)$$

(40) nolu denklem kandırma politikasında para otoritesi için çıktıının alacağı değeri göstermektedir. Kandırma politikasının denge değeri (40) nolu denklemde yerine konularak çözümlerse, cari çıktıının doğal çıktı düzeyini  $\frac{\alpha^2(k-1)}{a + \alpha^2}$  kadar aştığı görülmüştür.

$$y^o = \left(1 + \frac{\alpha^2(k-1)}{a + \alpha^2}\right) y^*$$

Kandırma politikasının denge sonuçları yukarıdaki gibi ifade edilse bile, kandırma politikasını dinamik bir süreç içinde sürekli uygulayabilmek para otoritesi



için mümkün değildir. Kandırma politikası tek dönemlik durumlarda mümkün olsa bile, iki nedenden dolayı sürekli bir ortamda uygulanabilir bir niteliğe sahip değildir. Bu nedenlerden birisi, para otoritesi dışındaki iktisadi birimlerin cezalandırma politikalarına başvurabilmeleri para otoritesini bu politikadan caydırır. Çünkü iktisadi birimler para otoritesinin uygulamalarının güvenmeyerek daha yüksek enflasyon beklentileri ile fiyatları oluşturacaklarından para otoritesi yeni politika ortamında takip eden konuma gelecektir. Kısa dönemde elde edilen doğal çıktı oranının üzerindeki cari çıktı artışı da ortadan kalkacaktır. Bunun yanında iktisadi birimlerin para otoritesine güvenlerinin ortadan kalkması para talebini azaltarak senyoraaj gelirlerinin düşmesine neden olacaktır. Bunun en güzel göstergesi para otoritesinin temel aracı olan para talebinin başka paralara kaymasıdır (Süslü ve Baydur, 2002: 10-5). Dolayısıyla kandırma politikasının uygulama imkanının sürekli olmaması ekonomi politika uygulamalarını zaman içinde ikiye indirir.

Bu politikalardan birisi ihtiyari politika uygulamalarıdır. Böyle bir politikada iktisadi birimler para otoritesini güvenmedikleri için enflasyon beklentileri sıfır değildir. Enflasyon beklentisi rasyonel beklentiler teorisine göre şekillenmektedir; yani sistem içinde belirlenmektedir. Diğer politika ise kural politikasıdır. Bu politikada ise, para otoritesinin ortaya koyacağı taahhüt ile iktisadi birimlerin enflasyon beklentileri etkilenmeye çalışılır. Para otoritesinin uygulayabileceği üç politika türünün sonuçlar aşağıdaki tablo yardımı ile karşılaştırılabilir.



**Tablo 1: Para Politikası Uygulamalarının Kayıp Fonksiyon Değerleri ve Temel Makro Büyüklükler**

Politika Türleri			
	k(Kural)	o (Kandırma)	i (İhtiyari)
Kayıp Fonksiyon Değeri (L)	$L^k = (k-1)^2 y^{*2}$	$L^o = \frac{1}{1 + \alpha^2 a^{-1}} (k-1)^2 y^{*2}$	$L^i = (1 + \alpha^2 a^{-1}) (k-1)^2 y^{*2}$
Enflasyon Oranı ( $\pi$ )	$\pi^k = 0$	$\pi^o = \frac{\alpha(k-1)y^*}{a + \alpha^2}$	$\pi^i = a^{-1}\alpha(k-1)y^*$
Çıktı Oranı (y)	$y^k = y^*$	$y^o = (1 + \frac{\alpha^2(k-1)}{a + \alpha^2})y^*$	$y^i = y^*$
Politika Maliyeti (z)	$z_i^k = 0$	$z^o = -\frac{1}{2} \frac{b^2}{a}$	$z^i = \frac{1}{2} \frac{(b)^2}{a}$

Kaynakça: Kendi Hesaplamalarım

Para politikasının uygulama şansı olan üç politika sonuçları, kayıp fonksiyonları, enflasyon, çıktı ve politika maliyetleri açısından Tablo 1’de kıyaslanmıştır. Bu üç politikaya bakıldığında, en düşük maliyeti ve en yüksek çıktıyı veren politika kandırma politikası olmaktadır. Bu üç politikanın kayıp fonksiyonlarını kıyaslamak gerekir ise,  $L^o < L^k < L^i$  olmaktadır.

Para otoritesinin kayıp fonksiyonunu minimize eden uygulama kandırma politikasıdır. Ancak, kandırma politikasında beklenen enflasyon ile cari enflasyonu arasındaki dengesizlik para politikasında sürekli bir şekilde para otoritesine kandırma politikası uygulama imkanını vermez. Kandırma politikası para otoritesinin kayıp fonksiyonunu minimize etse bile sürekli bir ortamda rasyonel bireyleri devamlı kandırmak mümkün olmaması ve cezalandırma maliyetlerinin bulunması kandırma politikası uygulama şansını ortadan kaldırır (Erdoğan, 1997: 24). Teorik olarak tek dönemlik bir para politikası uygulamasında veya sonlu bir döneme sahip bir para politikası uygulamasında, yani zaman ufku sınırlı olan para politikasında kandırma politikası iyi alternatif olsa bile zaman ufkunun sonsuz olduğu ve iktisadi birimlerin

para otoritesini cezalandırma imkanına sahip olduğu bir ortamda kandırma politikası iyi bir seçenek değildir. Parasal otorite kısa dönemde yüksek enflasyon politikası izleyerek, çıktıda beklentilerin üzerinde gerçekleşecek bir artış yaratabilir. Ancak uzun dönemde bu politika çıktıda değişmeme; hatta azalma ortaya çıkartabilir. Bu durum para otoritesinin kullandığı paraya olan talebi azaltarak, para otoritesinin faydasının düşmesine yol açar: Kandırma politikası uygulaması sonucunda kayıp fonksiyonunu değeri artacaktır. Dolayısıyla para otoritesinin sonsuz bir zaman içerisinde uygulayabileceği politikalar;

i-bağlı politikalar yani taahhüt politikası

ii-ihtiyari politikalar olmaktadır.

Kural politikaları ile ihtiyari politikalarını bir biri ile kıyaslamak için kayıp fonksiyonlarının değerine bakılabilir. Bunun için iki politikanın kayıp fonksiyonlarının birbirinden çıkarıldığı zaman,

$$L^i - L^k = (1 + \alpha^2 a^{-1})(k-1)^2 y^{*2} - (k-1)^2 y^{*2} = \alpha^2 a^{-1}(k-1)^2 y^{*2} = b$$

$$L^i - L^k = b > 0 \Rightarrow L^i > L^k \quad \text{bulunur.}$$

Yukarıdaki denkleme göre ihtiyari politikaların kayıp fonksiyon değeri taahhüt politikalarından daha büyük olduğu için para otoritesi taahhüt politikası uygulayacaktır. Nitekim tablo 1'e bakıldığında enflasyon oranı kural politikasında sıfır iken ihtiyari politikalarda pozitif değer almaktadır. Yine tabloda kural politikası ile ihtiyari politikanın maliyetleri kıyaslandığında, kural politikasının maliyeti sıfır

iken ihtiyari politikanın maliyeti  $z^i = \frac{1}{2} \frac{(b)^2}{a}$  gibi bir değer almaktadır ki, bu oran

$$0 < z^i = \frac{1}{2} \frac{(b)^2}{a} \text{ dir.}$$

Sonuç olarak para otoritesinin izlemesi gereken politika, belirli bir kural altında olmalıdır. Bu politika hem en küçük kayıp fonksiyonun değerini vermekte hem de anlaşmalı oyuna zemin hazırladığı için enflasyon açığını küçültmektedir (Goodhart, 1989: 362).

Para otoritesinin güvenilirliği sağlamanın ve enflasyonist olmayan para politikası sonuçlarına ulaşmasının rolü, para politikasını kurallar ve disiplin altına almakla gerçekleşir (Canzoneri, 1985: 1062). Bunun da yolu toplum ile iktisadi birimler arasında para otoritesinin hareketlerini bağlayan sözleşmeler yapmaktan geçer. Toplum ile para otoritesi arasında yapılacak olan optimal sözleşmeler, para otoritesinin kandırmaya yönelik eğilimlerini ortadan kaldırarak para politikasını disiplin altına alınmasını sağlar (Walsh, 1995: 153). Optimal sözleşmeler toplumun izleyebildiği büyüklere dayanarak toplumun para otoritesine olan güvenilirliğini artırır. Günümüzde optimal sözleşmeler nominal çapalara dayanmaktadır. Nominal çapalar para otoritesinin sürpriz enflasyon yaratma olasılığını ortadan kaldırarak deklere ettiği programa bağlı kalmasını sağlar (Englander, 1991: 65-79).



## İKİNCİ BÖLÜM

### FİYAT İSTİKRARINI SAĞLAMADA PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

#### I. Para Politikası Açısından Enflasyonu Düşürmede Nominal Çapalar

Ekonomide cari dönemde gösterilen iyi performans gelecekte de iyi performans olacağını garanti etmez. Bu yüzden, genelde para otoriteleri özelde de merkez bankaları cari dönemde sağlanan kazançlarını korumak ve gelecekte istikrarı, büyümeyi devam ettirmek amacıyla yürütülen para politikası için, strateji geliştirmektedirler (Bernanke, v.d., 1999:1-2). Çağdaş para politikasının geliştirmeye çalıştığı bu stratejiler iki temel noktaya ayrılmıştır. Birincisi, para politikası için bir çatı oluşturmak, ikincisi ise iktisadi birimler ile olan iletişimi artırmaktır. Para politikası için bir çatı oluşturmak, para otoritesinin nihai hedefini etkileyecek ara hedefini yada nominal çapayı seçtiği süreçtir (Svensson, 1999a: 6-7). İletişim ise bu seçilen politikanın iktisadi birimlere duyurulma sürecini ifade eder. Bugün birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke, fiyat istikrarını ve büyümeyi sağlamak ve bunu, gelecekte de devam ettirmek amacıyla, geliştirdikleri para politikası stratejilerini nominal çapalara dayandırmaktadırlar.

Bretton-Woods Antlaşması'nın 1970'lerin başında ortadan kalkması ile birlikte ülkeler ekonomik koşullarına göre para politikaları belirlemeye başlamışlardır. Bu politikaların temeli, kurallara; yani nominal çapalara dayanmaktadır. Para politikası için bir kuralın izlenmesi genel olarak para otoritesi tarafından seçilmiş bir gösterge değişkenini, belirli bir değer bandı içerisinde tutma sürecini ifade eder (Telatar, 2002: 110). Kural bazlı politikalar olan nominal çapalar, kamu ile iletişim kurmada bir araç görevi üstlenir (Khan, 2003: 8-9). İktisadi birimler para otoritesinin niyetlerini ve önceliklerini anlayabilirler. İktisadi birimler beklentilerini oluştururken bu kurallara dikkat ederler.

Nominal çapalar, gelecekteki fiyatları etkileyebilmek için uygulanacak para politikası hakkında iktisadi birimlere bilgi veren açık, uygulanabilir ve belirli bir süreyi kapsayan kurallardır. Çağdaş para politikasında para otoritesi hedeflediği enflasyon büyüklüklerine ulaşabilmek için diğer iktisadi birimlerin güvenini

kazanmak zorundadır. Para otoritesi, para politikasının temel amacı olan fiyatlarda istikrarı tek başına sağlayamaz. Fiyat yapıcı özel birimler, para otoritesine güvenirlerse para otoritesinin hedefleri gerçekleşebilir. Bu açıdan çapalar, para otoritesini bir kuralı takip etmeye zorladığından, güvenilirliği kazanma sürecinde önemli rol oynamaktadırlar. İktisadi birimlerin nominal çapalar yardımıyla gelecekteki fiyat düzeyi konusunda doğru bilgilenmeleri ve sözleşmelerini buna göre yapmaları, çıktıdaki dalgalanmaları da azaltacaktır. Bununla birlikte enflasyon beklentileri etkilenebilirse enflasyonda kalıcı bir düşme sağlanabilir (Baydur ve Süslü, 2002: 40).

Para politikasında neden nominal çapalara ihtiyaç duyulduğu şu betimleme ile daha net ortaya konulabilir. Uzun bir yolculuktan sonra kaptanın iyi olup olmadığına izlediği rotadan karar verilir. Fakat gemi seyir halinde iken, o an gemide bulunan yolcular kaptanın iyi olup olmadığına nasıl karar vereceklerdir? Eğer yolcuların takip edeceği çeşitli kurallar bulunuyor ise kaptanın önceden açıkladığı yolu izleyip izlemediğini kontrol edebilirler ve böylece kaptanın iyi olup olmadığına karar verebilirler. İşte nominal çapalar da, para otoritesinin önceden ilan ettiği nihai hedefe yönelik politikalar izleyip izlemediğinin bir göstergesi olmaktadır (Hall ve Mankiw, 1994: 118-25).

#### **A- Nominal Çapaların Taşımaları Gereken Özellikler ve Nominal Çapa Seçimi**

Ülkeler kendi ekonomik, politik ve sosyal konumlarına göre şekillenen çeşitli nominal çapaları para politikası aracı olarak kullanmaktadırlar. Doğal olarak her çapanın avantaj ve dezavantajları bulunmaktadır. Ancak ideal bir çapanın aşağıdaki özellikleri yerine getirmesi fonksiyonelliği açısından önemlidir.

1- Hedeflenen çapayla ilgili büyüklük para otoritesinin ihraç tekelinde olmalıdır (Parasız, 1991: 290). Diğer bir deyişle, merkez bankasının nihai hedefe ulaşma doğrultusunda ara ve nihai hedeflerini etkin bir biçimde kontrol edebilmeli ve denetleyebilmelidir.

2- İzlenen politikaların sonuçları iktisadi birimlerin beklentilerine bağlı olduğundan, hedef alınan göstergenin kolay anlaşılabilmesi veya takip edilebilmesi, nihai hedefe ulaşılmasını kolaylaştırır. Bu yüzden çapa kolayca takip edilebilmeli ve

anlaşılabilirliktir (Poole, 1994: 92). Ara hedefin kolay anlaşılması para otoritesinin hesap verilebilirliğini artırır ki bu durum para otoritesinin kandırma politikasını izleme şansını ortadan kaldırır. Ara hedefin kolay anlaşılması, aynı zamanda para politikasının kolay anlaşılmasını ve kolay öngörülmesini sağlar.(Svensson,1997a: 7-8).

3- Çapa ve nihai hedef arasında yüksek bir ilişkinin bulunması gerekir. Ara hedefin nihai amaçla yüksek ilişki içerisinde olması, ara hedef ile nihai amaç arasında çatışmayı ortadan kaldırır ve nominal çapa nihai hedefe ulaşmada etkili bir yol haline gelir. Uygulanan para politikasının etkinliğini sağlayacak en önemli konu etkileşim mekanizmasının çok iyi belirlenmiş olmasının gerekliliğidir. Hedef alınan büyüklük durağan değilse hedefi uygun bir marjla tutturmak olanaksız hale gelir ki bu da nominal çapada beklenilmeyen sapmaların meydana gelmesine neden olur (Gökbudak, 1995: 1-15). Çapada beklenilmeyen sapmalar meydana geliyorsa; yani standart sapması yüksek ise, hedef alınan enflasyon oranına göre belirlenen çapa büyüklüğü gereğinden küçük veya büyük, olarak ayarlanacaktır. Bu da enflasyon tahminini anlamsız hale getirecektir. Para otoritesi enflasyon hedefini tutturabilmesi şansa kalacaktır.

4- Bu özelliklerin yanında hedef alınan büyüklüğün enflasyon üzerindeki etkisi belirli bir gecikmeyle ortaya çıkacağından, para politikasının uygulama sonuçlarını izleyebilmek için gecikmeleri en aza indirecek bir çapa hedef olarak seçilmelidir (Croce ve Khan, 2000: 3). Bu aynı zamanda para otoritesinin ileri derecede gelişmiş ekonometrik modelleri kullanmasını gerektirir. Son yıllarda ekonometrideki gelişmeler para politika yapımcılarına önemli kolaylıklar sağlamıştır. Değişik çapaların enflasyon üzerindeki etkileri ve ne kadar gecikme ile tesir ettikleri ekonometrik modeller yardımı ile hesaplanabilmektedir. Para otoritesi bu modeller yardımı ile para politikasının gecikme uzunluklarını minimuma indirebilir.

5- Seçilen çapa nihai amaca yönelik olmakla beraber diğer ekonomik amaçlarla da çelişmemelidir. Günümüzde her ne kadar para otoritelerinin nihai hedefi fiyat istikrarı olsa da, fiyatta istikrar sağlanıp da miktarda istikrarın sağlanmadığı bir ekonomide uzun vadede fiyat istikrarından bahsedilemez.

Dolayısıyla seçilen nominal çapalar, büyüme ve finansal piyasalarda istikrar gibi diğer hedefler ile çelişmemelidir.

Yukarıdaki çapa özelliklerine operasyonel gereklilik denilmektedir. Parasal bir gösterge, (örneğin rezerv para gibi) ara hedef olarak alındığında; kontrol edilebilme, nihai hedefle ilişkilendirilebilme, hızlı ve net olarak gözlemlenebilme gibi operasyonel özelliklere sahip olması gerekir (Croce ve Khan, 2000: 4-5).

Para otoritesi, izlemeyi düşündüğü nominal çapayı seçerken, iki noktayı göz önüne alır.

1- Hangi nominal değişken enflasyon beklentilerinde daha fazla etkiye sahiptir.

2- Eğer güvenilirliği yüksek bir para otoritesi görevde ise, hangi nominal çapayı seçmek para otoritesinin beklenen amacını maksimize edebilir.

Bu açıdan bakıldığında, günümüzde nominal çapalar iki stratejiye dayanmaktadır. Birincisi, para politikasını bir parasal büyüklük kontrolü gibi bir ara hedef değişken üzerine kurmaktır. Burada para otoritesi politika araçlarını, hedeflenen parasal büyüklüğün artış hızını kontrol etmek amacı ile kullanır. Ara hedef olarak alınabilecek değişkenler şunlardır (Malatyalı, 1998: 1-5):

- Parasal Büyüklükler
- GSMH
- Döviz Kuru
- Faiz Oranları.

İkinci strateji ise, para politikasını direkt olarak “nihai hedef” (final target) olan fiyatlar genel düzeyi üzerine kurmaktır. Ara hedefler nihai hedef üzerinde yeterince etkili olmadıkları ve güven sağlayamadıkları için, enflasyon son yıllarda doğrudan hedeflenmeye başlanmıştır. Enflasyon hedeflemesi iktisadi birimler tarafından kolaylıkla izlenebildiği için, para politikasının amacına ulaşmasını kolaylaştırır. Enflasyon hedeflemesi de bir tür çapadır. Çünkü çapanın temel işlevi; merkez bankası politikası hakkında kamuoyuna güvenilir bir bilgi vermektir. Enflasyon hedeflemesi de ortaya konan en son çapadır.



Bununla birlikte Svensson fiyat istikrarını sağlayacak üç alternatif bulunduğunu ortaya koymaktadır (Svensson, 1999b: 2-10):

- Basit bir enstrüman taahhüdü (Taylor Kuralı-faiz çapası).
- Öngörü hedeflemesi (enflasyon hedeflemesi).
- Ara hedef yaklaşımı (döviz kuru politikası, parasal büyüklükler).

### **B-Nominal Çapaların Başarısı İçin Gerekli Unsurlar**

Para otoritesi enflasyonla mücadele stratejisini ister nihai hedef olan enflasyon üzerine kursun, isterse ara hedefleri kullansın, bütün bu uygulamalar birer çapadır. Bütün çapalar, para otoritesi için bir irade beyanı olarak bağlayıcı niteliktedir. Çapa veya para otoritesinin irade beyanının iktisadi birimlerin beklentilerin etkileyebilmesi, bağlayıcı politik ortamın alt yapısına bağlıdır. Parasal otoritenin nominal çapa politikaları ile hedeflediği enflasyonu yakalayabilmesi için üç şartın gerçekleşmesi gerekmektedir.

Bunlardan birincisi parasal otoritenin elinde enflasyonla mücadele için gerekli yetki ve araçların olması gerekmektedir. Bu açıdan bakıldığında parasal otorite bağımsız olmalıdır. Bağımsızlık, parasal otoriteye yüksek bir “enflasyon nefret katsayısı” vermelidir. Yani, para otoritesinin temel amacı fiyat istikrarı olmalıdır. Para otoritesinin enflasyonla mücadele isteği ne kadar güçlü ise taahhütlerini yerine getirme konusunda o kadar gayretli olacaktır (Artigues ve Vignola, 2002: 1-14).

Nominal çapaların başarılı olabilmesi için gerekli unsurlardan ikincisi, enflasyonda istikrar konusunda toplumda bir fikir birliğinin (konsensüsün) bulunmasının gerekliliğidir. Enflasyonu düşürme sürecine bütün iktisadi birimler bir şekilde katılmaktadırlar. Para otoritesi dışındaki iktisadi birimler de fiyat yapıcısı rolleri nedeniyle para politikasının enflasyon üzerindeki rolünü belirlemektedirler. Eğer politik otorite ile iktisadi birimler arasında konsensüs var ise fiyat istikrarı kolaylıkla sağlanabilir:

Nominal çapaların uygulanabilmesi için, üçüncü olarak da buna uygun bir ekonomik yapının bulunması gerektiği söylenebilir. Örneğin, çapalardan birisi olan enflasyon hedeflemesi uygulanırken yapısal problemlerin de çözülmüş olması

gerekmektedir. Bu tür yapısal problemleri çözmeden, sadece nominal çapa politikasının enflasyonu düşüreceğini beklemek gerçekçi olmayacaktır. Yapısal desteklerle güçlendirilmeyen nominal çapa politikalarının inandırıcılığı da olmayacaktır. (Fischer, 1997: 3-4).

(14) nolu denklemin beklenen değeri alındığında enflasyon beklentisi, kamu borçlanması ve çıktıdaki artış hızından etkilendiği görülmektedir. Kamunun açıklarını borçlanarak kapadığı bir ekonomide para politikası etkisini kaybederken, enflasyon süreci içselleşmektedir. Dolayısıyla kamu borcunun denetim altına alınması, hem enflasyonun hem de enflasyon beklentisinin kontrolü açısından hayati bir öneme sahiptir. Eğer ekonomik ortam Non – Ricardian bir yapıdaysa ve borç stoku sürekli bir şekilde artıyor ise borcun parasallaşması kaçınılmaz bir sonuçtur<sup>13</sup>. Bu süreci gören rasyonel bireyler para otoritesinin enflasyonu düşürme çabasına rağmen, enflasyon beklentilerini artıracaklardır (Sargent ve Wallace, 1981: 291-307, Baydur ve Süslü, 2004: 67-74).

Çapaların başarısını etkileyecek bir diğer faktör de ekonomideki makro ekonomik fiyatların esnekliğidir. Gerek talep, gerekse arz şokları sonucu ortaya çıkan fiyat ve çıktıdaki istikrarsızlık, piyasaların esnekliği yardımı ile daha az maliyetle atlatılabilir. Bu bağlamda piyasaların rekabetçi olması bilhassa emek piyasasının rekabeti ve esnek olması çapaların başarısında önemli rol oynar. Ekonominin, şoklardan özellikle döviz şoklarından etkilenmemesi için işgücü piyasasının esnekliği yanında kaynak kullanımında da sağlıklı bir yapının olması, gerekmektedir. Bu da ekonominin ithalat ve ihracatının yapısal dönüşümü geçirmesi ile aşılabilecek bir unsurdur. Ülkenin ihraç ürünlerinin katma değerinin yüksek ve ithalat gereksinmelerinin daha az olduğu zaman, yani gelişmiş bir ekonomik düzeye sahip olduğu zaman; şokların (özellikle de döviz şoklarının) fiyatları etkileme derecesi (pass through) azalır.

Birinci bölümdeki (14) nolu denkleme bakıldığında, sadece reel sektörün değil finansal sektörde dış kaynak kullanımının nominal çapanın başarısı açısından önemli hale geldiği görülmektedir. Özellikle yabancı kaynak kullanımının yüksek

<sup>13</sup> Eğer birincil bütçe fazlası herhangi bir fiyat derecesi için borç ödeyebilmeyi sağlıyor ise, fiyatlar arz ve para talebi tarafından belirlenmektedir. Bu duruma Ricardian mali rejim adı verilmektedir. Diğer taraftan birincil bütçe fazlası keyfi bir süreç izliyor ise, fiyatlar mali açığın ihtiyacı vasıtası ile belirleniyor ise bu durumda Non-Ricardian adı verilir. Daha detaylı bilgi için, Canzoneri, v.d., 2001

olduğu ülkelerde, para otoritesi sadece kendi parasal araçları ile toplam talebe yön veremez. Çünkü finansal piyasaların dış kaynak kullanımı para otoritesi dışında da para yaratma imkanını ortaya çıkarmaktadır. Bu durum nominal çapaların nihai hedefe ulaşma şansını ortadan kaldırır. Dolayısıyla finansal piyasalarında izlenilmesi ve denetlenmesi gerekmektedir. Ancak bu şekilde para politikasının fiyat istikrarını sağlama şansı olacaktır.

## **II-Döviz Kuru Çapası**

Döviz kuru; iki ülke parasının göreceli değeridir. Dışa açık bir ekonomide döviz kuru; mal-hizmet, sermaye akımı, enflasyona ve diğer değişkenlere güçlü etkisinden dolayı önemli bir makro fiyat haline gelmektedir. Dolayısıyla döviz kuru rejiminin seçimi ve sürdürülmesi makro ekonomik istikrar ve büyüme için kritik bir rol haline gelmektedir.

Gelişmekte olan ülkelere enflasyon oranlarının istikrarsızlığına karşı döviz kurunu çapa alan programlar önerilmektedir. Döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılmasının lehine olan argüman, para politikasının enflasyonu düşürmedeki gerekli olan güvenilirliğine dayanmaktadır. Eğer para politikası güveni sağlayamıyor ise döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılması bu güveni sağlayabilmektedir (Bird, 1998: 225-70). Para otoritesi döviz kurunu nominal çapa olarak kullandığında, ya belli bir oranda ya da belirli bir bölgede tutmayı taahhüt ederek, iktisadi birimler ile zımni bir sözleşme içerisine girer. Para otoritesi döviz kurunda istikrar sağladıkça, iktisadi birimlerin para otoritesine güveni artarak enflasyon beklentisi kırılır.

Döviz kurunun para otoritesinin enflasyon niyetini ve para politikasını daha net şekilde ortaya koyması döviz kurunu nominal çapa olarak kullanmanın bir başka avantajıdır. Çünkü döviz kuru çapasının bir gösterge olarak rahatlıkla takip edilebilmesi enflasyon beklentilerini kırmayı kolaylaştırır.

Ancak, nominal çapa olarak kullanılan döviz kurunun işlevini sağlaması için üç koşulun yerine getirilmesi gerekmektedir (Corden, 1993: 198-207).

1- Döviz kuru çapasının güveni sağlaması, ekonomiye getirdiği disipline bağlıdır. Eğer ekonomide bu disiplin sağlanmaz ise rezervler azalır. Çünkü iktisadi birimlerin döviz kuru oranı ile ilgili beklentileri artacağından para ikamesi hızlanacak; bu süreç de rezervlerin azalmasına neden olacaktır.

2- Döviz kuru ile ortaya konulan taahhüdün iktisadi birimler tarafından güvenilirliğe sahip olması gerekir. Güvenilir olmayan döviz kuru çapası ulusal paranın değerlendirilmesine neden olarak uluslararası rekabeti azaltır. Ülke ekonomik krize girer.

3- Makro ekonomik fiyatlarda; bilhassa ücretlerdeki rijitliğin ortadan kaldırılması gerekmektedir. Çünkü ekonomide ortaya çıkacak şoklara karşı intibak mekanizması, fiyat ve ücret esnekliğidir. Fiyatların ve ücretlerin yeterince esnemediği bir ortamda, çıktıdaki dalgalanmalar artacağından döviz kurunu sürdürürebilmek güçleşecektir.

Döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılmasında temel problem, ekonomide disiplini sağlayıp sağlayamadığıdır. Bu konuda temel argüman, nominal çapa olarak kullanılan döviz kurunun tutucu parasal ve mali politikalarla desteklendiği takdirde disiplini sağlayarak beklentileri etkileyeceği yönündedir (Corden, 1993: 198-207).

Döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılmasının enflasyonu etkilemesiyle ilgili ortak görüşe karşılık, döviz kuru rejimlerinin seçimi konusunda aynı konsensüs yoktur. Döviz kuru seçimi ülke ekonomileri ile yakından ilgilidir. Ülke ticaretinin ve finansal akımların büyüklüğü, ülke ekonomisinin dışa açıklığı, üretim yapısı, enflasyon yapısı ve enflasyon tarihi döviz kuru seçimini etkileyen en önemli ekonomik faktörlerdir. Bu veriler her ülke için farklılık arz ettiğinden bir tek döviz kuru rejimi yoktur (Frankel, 2000: 33-5).

#### **A-Döviz Kuru Rejimlerinin Sınıflandırılması**

Döviz kuru rejiminin sınıflandırmasında iki temel yaklaşım bulunmaktadır. Bunlardan birincisi; Levy-Yeyati ve Struzenegger (LYS)'nin 2000 yılında yaptığı sınıflandırmadır. Diğeri ise IMF'nin yaptığı sınıflandırmadır. LYS sınıflandırması üç değişkenin özelliklerine bağlanmıştır (Levy-Yeyati ve Struzenegger, 2001: 65-9). Bu değişkenler:

1-Döviz kuru dalgalanması ( $\sigma_e$ )

2-Döviz kuru değişiminin dalgalanması ( $\sigma_{\Delta e}$ )

3-Döviz rezervinin değişiminin dalgalanması ( $\sigma_{\Delta r}$ )

**Tablo 2: LYS Sınıflandırmasının Kriterleri**

	$\sigma_e$	$\sigma_{\Delta e}$	$\sigma_{\Delta r}$
Esnek Döviz Kuru	Yüksek	Yüksek	Düşük
Ara Rejimler	Orta/yüksek	Orta	Orta
Sabit Rejimler	Düşük	Düşük	Yüksek

Kaynak: Levy-Yeyati, Eduardo, Federico Strunzegger. (2001), "Exchange Rate Regimes and Economic Performance", *IMF Staff Paper*, Vol. 47.

Tablo 2’de de görüldüğü gibi sabit rejimlerde döviz kurunun dalgalanması düşüktür. Döviz kurunun dalgalanması iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerini etkilediğinden, enflasyonun en önemli belirleyicisi haline gelmektedir. Esnek döviz kurunda ise döviz kuru dalgalanmaları yüksek olmaktadır. Bu durum döviz kurunda belirsizliği artırarak enflasyon beklentilerinin ve böylelikle enflasyonun yükselmesine yol açar.

IMF’nin yaptığı döviz kuru sınıflandırması Tablo 3’de verilmiştir. Bu tabloda döviz kuru rejimleri esneklik derecelerine göre sınıflandırılmıştır. Bu skalanın başında bağımsız dalgalı rejimler bulunur ki, dalgalı rejimler maksimum esneklik sağlar. Katı rejimler skalanın diğer ucunda bulunmaktadır. Katı rejimlerde, dalgalı rejimlerin aksine parasal otonomdan feragat edilir. Diğer döviz kuru rejimi olan ara rejimler iki kutup rejimi arasındaki esnekliğe göre sınıflandırılmıştır.

**Tablo 3: Döviz Kuru Rejimlerinin Sınıflandırılması**

<b>Dalgalı Rejimler</b>	<b>Ara Rejimler</b>	<b>Sabit Rejimler</b>	<b>Katı Rejimler</b>
Bağımsız Dalgalı	Yönetimli Dalgalanma	Sürtünen Pariteler	Para Kurulu
Hafif Yönetimli Dalgalı	Sürtünen Geniş Bant	Bant İçinde Sabitlik	Dolarizasyon
		Sabit Parite	

Kaynak: IMF

**1- Dalgalı Rejimler**

Dalgalı rejimler; “bağımsız dalgalı, hafif yönetimli dalgalı” olarak ikiye ayrılmaktadır. Bağımsız dalgalı kur politikasında, döviz kuru oranı bağımsız bir şekilde, piyasa arz ve talebi tarafından belirlenir. Parasal otorite döviz kuruna müdahale etmez. Bu döviz kuru rejiminde ekonomiyi yönetecek politikaları kullanmada bağımsızlık vardır (Agenor, 2000: 132-3).

Hafif yönetimli dalgalı kur politikasında ise, döviz kuru bağımsız dalgalı kur politikasında olduğu gibi arz ve talep tarafından piyasada belirlenir. Ancak kurlara parasal otorite tarafından ara sıra da olsa müdahale edilebilir. Bu müdahalenin sebebi kurlardaki aşırı dalgalanmayı engellemektir.

Dalgalı rejimler daha çok sanayileşmiş ülkelerde, bazı piyasaları nispeten uluslararası ticaret ile ilişkide bulunan fakat tamamen global sermaye piyasaları içerisine entegre olmuş, çok çeşitli üretim ve ticareti, geniş ve derin mali piyasaları, güçlü kurumsal standartları olan ülkeler için uygundur (Yağcı, 2000: 10-2).

Dalgalı rejimin avantajları şöyle sıralanabilir:

- Ters şokları kolayca yansıtır veya absorbe edebilir.
- Parasal krizlere eğilimleri yoktur.
- Büyük miktarda uluslararası rezerve ihtiyaç yoktur.



Dalgalı döviz kuru rejiminin lehine olan argümanların başında döviz kuru oranının belirlenmesinin piyasa güçlerine bırakılması gelmektedir. Bu argümanın altında yatan temel mantık piyasanın kaynak dağılımını en etkin bir şekilde gerçekleştireceğidir.

Dalgalı rejimin dezavantajları ise şunlardır:

-Kurlarda yüksek derecede oynaklık vardır. Hafif yönetimli dalgalanmalarda aşırı oynaklık parasal otoritenin kontrolü ile azaltılabilir.

-Kurlar kolayca dengeden uzaklaşabilir. Gelişen ekonomilerde para ikamesi sorunu döviz kurunun dengeden uzaklaşması nedeniyle artabilir. Bu ülke içerisinde faizlerin yükselmesine ve böylece, risk priminin artarak enflasyonun daha da yükselmesine yol açar. Dalgalı döviz kuru rejiminde, döviz kuru aşırı dalgalanma riski ile karşı karşıyadır. Bu durum bilhassa gelişmekte olan ülkelerde beklentilerin olumsuz etkilenmesine neden olur. Çünkü dalgalı döviz kurları politikasında döviz kuru oranının izleyeceği yol belirsizdir. Bu durum iktisadi birimlerin gelecek ile ilgili fiyatlandırma ve yatırım kararları almalarını zorlaştırır<sup>14</sup>.

-Parasal politikada keyfilik enflasyon sapmasına neden olabilir. Dalgalı döviz kurlarında para otoritesi ihtiyari para politikası izleme olanağına sahiptir. Bu durum daha önceki bölümde de belirtildiği üzere zaman tutarsızlığına yol açabilir. Bu önemli dezavantajlarından dolayı ülkeler döviz kuru oranlarının dalgalanmasına izin verdiklerini açıklasalar bile çoğunlukla bunu uygulamamaktadırlar (Reinhart ve Rogoff 2002: 26-7).

## 2- Ara Rejimler

“Yönetimli dalgalanma” ve “sürünen geniş bant” ara rejim politikalarıdır. Yönetimli dalgalanmada parasal otorite aktif bir şekilde döviz kuruna müdahale eder. Bazen de döviz kuru paritelerini önceden duyurur. Müdahale ya doğrudan (sterilize ve/veya fonlama) veya çeşitli makro ekonomik büyüklükleri değiştirerek dolaylı olur. Parasal otorite parasal politika üzerine bağımsızlığını sürdürür. Yönetimli dalgalanma para otoritesinin döviz kuru piyasasını yönlendirdiği fakat herhangi bir döviz kuru oranı veya bölgesi taahhüt etmediği sistemdir. Bu sistemin temel

<sup>14</sup> Böyle bir riskten sakınmak için çeşitli “hedge fonları” bulunmaktadır. Ancak bu fonlar da belirli bir maliyet getirmektedir.



varsayımı “para otoritesi bazen piyasadan daha iyi değerlendirme yapabilir” düşüncesidir (Corden, 2002: 7-75). Bu döviz kuru sisteminde amaç döviz kurlarında istikrar sağlamak veya en azından dalgalanmayı azaltmaktır. Ancak para otoritesi bunu yaparken güvenilirlik endişesi duymaz. Dolayısıyla daha esnek para politikası yürütme şansı vardır. Bu sistem daha çok yaşanan bir ekonomik krizden sonra piyasaların işlerliliğini sağlamak için kullanılır.

Döviz kurunun önceden açıklanmış sabit bir oran etrafında dalgalanması sürünen geniş bant politikasının bir sonucudur. Genel kural, döviz kurunun hedeflenen enflasyon ile beklenen enflasyon farkına uyarlanmasıdır. Bandın genişliği parasal politika bağımsızlığına etki eder.

Ara rejimler daha çok, yeni gelişen ekonomiler ve diğer gelişmekte olan ülkeler ile nispi açıdan güçlü finansal sektöre, makro ekonomik disipline sahip ülkeler tarafından uygulanması gerekir.

Ara rejimlerin temel avantajı şöyle sıralanabilir:

-Limitli esneklik kısmen ters şokları absorbe eder.

-Uygulanan rejim belli bir güvenilirliğe sahip ise istikrarın sağlandığı ve rekabet gücünün korunduğu bir ortam yaratılır.

-Uygulanan bandın sınırları ne kadar esnek ise parasal kriz olasılığı o kadar azalır.

Bu avantajlarına rağmen ara rejimlerin bazı dezavantajları da vardır:

-Şeffaflık eksikliği söz konusudur. Yönetimli dalgalanma gibi müdahalenin kriteri açık değildir.

-Geniş bant sistemi belirsizliğe yol açar ve güvenilirliği azaltır.

-Yüksek derecede rezerve ihtiyaç duyar.

### 3- Sabit Parite Rejimleri

Sabit rejimler kendi içerisinde üçe ayrılır. Bunlar; sürünen pariteler, bant içindeki sabitlik ve sabit paritelerdir.

Sürünen parite, döviz kurunun ekonomideki göstergelere göre periyodik olarak ayarlandığı durumdur. Paritenin oranı beklenen ve hedeflenen enflasyon farkının altı veya üstü olarak belirlenir. Sürünen paritenin güvenilirliğinin sürmesi para politikasına etki eder. Sürünen pariteler kendi içerisinde ikiye ayrılmaktadır: Aktif sürünen pariteler ve pasif sürünen pariteler (Turan, 1996: 46-7).

Aktif sürünen pariteler yüksek ve istikrarsız enflasyonu olan ülkeler için geçerlidir. Aktif sürünen pariteler döviz kuru bazlı istikrar programlarının bir parçasıdır. Döviz kuru oranları haftalık ya da aylık olarak ilan edilir. İlan edilen döviz kuru, ülkenin o andaki enflasyonundan daha düşüktür. Burada amaç ücretli kesimin ve ticarete konu olmayan sektörün fiyatlama kararlarını etkileyerek enflasyonist ataleti kırmaktır. Sabit döviz kuru politikasında ilan edilen döviz kuru oranı ile enflasyon arasındaki bağ iyi kurulduğu takdirde enflasyon ataleti kırılır ve enflasyonu düşer (Corden, 2002: 34-40). Ancak bu döviz kuru politikasının kriz ile sonuçlanmaması için bankacılık sisteminin kırılğan yapısının ortadan kaldırılması ve fiyatların esnek olması gerekmektedir.

Pasif sürünen paritelerde döviz kuru oranları enflasyonu düşük olan ülkenin enflasyonuna göre ayarlanır. Buradaki amaç, reel döviz kurlarını sabit tutmaktır. Aktif sürünen paritelerdeki gibi döviz kurunun önceden ilanı yoktur. Bu döviz kuru rejiminde temel amaç reel döviz kurunu sabit tutmaktır. Ekonomide ortaya çıkacak her türlü şoka karşı devalüasyonlara ihtiyaç duyulur. Fiyatlarda istikrar sağlama açısından aktif sürünen pariteler kadar etkili değildir.

Bant içinde sabitlik döviz kuru politikasında parasal otorite, döviz kurunu dar bant içerisinde (bant içerisinde alınan sabit bir oran etrafında) resmi veya de-facto olarak düzensiz şekilde dalgalanmasına izin verir. Merkez oran sepet paralara ya da bir tek paraya sabitlenir. Parasal politikanın bağımsızlığı üzerinde bant içerisinde bazı limitler vardır.

Sabit kur, döviz kurunun temel bir paraya veya sepet paraya sabitlenmesidir. Para otoritesinin belirli bir döviz kuru oranını sağlamayı taahhüt ettiği zımni bir

sözleşmedir (Larrain ve Velasco, 2001: 5-8). Parasal otorite, pariteye süresiz olarak işlem yapamaz. Paritenin değer kaybetmesi sıklaşır ise, parite devalüasyon ile ayarlanır. Parasal otorite doğrudan müdahaleden ve parasal politikalarından pariteyi korumaya hazırdır. Parasal otorite geleneksel görevlerini yerine getirir. Bu durumda parasal politikanın bağımsızlığı sınırlandırılmıştır (Chandavarkar, 1999: 62-3).

Döviz kurunun düşük enflasyonlu bir ülkenin parasına endekslenmesi ile ortaya çıkan sabit döviz kuru politikalarının enflasyonu düşürmedeki en önemli özelliği (taahhüt edilen döviz kuru oranının sürdürülebilir olduğuna iktisadi birimler tarafından güven sağlanır ise) plan ve fiyatlama için sağlam bir büyüklük haline gelmesidir. Bu durum yatırımların artmasını ve ticaretin gelişmesini sağlar. Döviz kurunun bir çapa olarak kullanılmasının bir diğer avantajı da politik otorite üzerine bir disiplin getirmesi ve zaman tutarsızlığını ortadan kaldırmasıdır. Döviz kuru ile ortaya konulan güçlü taahhüt, parasal otoritenin ihtiyari politika yürütmesini engeller. Sabit kur politikası uygulanması sadece para otoritesine değil aynı zamanda politik otorite üzerinde de bir disiplin getirir. Sabit döviz kuru uygulaması sırasında gevşek mali politikalar döviz rezervlerinin tükenmesine ve oranın çökmesine neden olur. Dolayısıyla sabit döviz kuru politikası uygulaması sıkı bir maliye politikası ile desteklenmelidir (Canavan ve Tommasi, 1997: 119-20).

Sabit döviz kuru politikalarının izlenilmesini gerektiren diğer bir unsur fiyat derecesindeki istikrarsızlığı engelleyerek iktisadi birimlerin enflasyon beklentileri için şeffaf bir yol sağlamasıdır. Dolayısıyla sabit döviz kurlarının enflasyonu engellemedeki etkisi yadsınamaz (Obstfeld ve Rogoff, 1995: 6-7).

Ancak sabit döviz kurlarının şoklara karşı aynı derecede belirli bir zaafiyeti de bulunmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler için en uygun döviz kuru politikası olan sabit döviz kurunun başarılı bir şekilde uygulanması için dikkat edilmesi gereken iki konu bulunmaktadır. Sabit döviz kuru politikası uygulamasına başlamadan önce bankacılık sektörünün üstlendiği riski engellemek gereklidir. Aşırı risk, bankacılık sektörünü zayıflatarak spekülasyon atakları hızlandırır (Mishkin, 1998: 8-10).

Bir diğer dikkat edilmesi gereken unsur, sabit döviz kurları uygulamasında çıkış stratejisinin mutlaka ortaya konulması gerekmektedir. Bir kriz esnasında sabit döviz kuru politikalarından çıkmak çözüm değildir. Çünkü böyle bir durum

enflasyonun aşırı yükselmesine neden olmaktadır. Eichengreen ve Masson (1998)'e göre para piyasasının sakin olduğu duruma ulaşıldığında kurdan çıkmak ya da bandı genişletmek gerekmektedir. Dolayısıyla sabit kur rejimlerinden çıkmak için en uygun yol yumuşak bir geçiş sağlamaktır.

Sabit döviz kuru politikasına getirilen en büyük eleştiri para otoritesinin bağımsızlığının elinden alınmasıdır. Para otoritesi bu şekilde dışsal şoklara karşı savunmasız kalmaktadır. Bununla birlikte sermaye hareketlerinin yaygın olduğu ve enflasyon ataletinin yaşandığı bir ülkede para otoritesi son borç verme yetkisine sahip olsa bile sisteme pompalanan likidite enflasyon beklentisini artıracaktır.

Döviz kuru politikasına yöneltilen diğer bir eleştiri; ulusal paranın zamanla değer kazanmasıdır. Yüksek enflasyonlu ülkelerde ücret ve fiyatlardaki katılık ulusal paranın değer kazanması sonucunu getirir. Bu durum para otoritesinin fiyat istikrarı ile çelişen bir durum yaratabilir (Svensson, 1993: 14). Bunun da çözümü yukarıdaki paragrafta açıklandığı gibi üzere çıkış stratejisini ortaya koymaktır.

Bu döviz politikasına iktisadi birimler güven duyar ise istikrar sürdürülür. Faiz oranları düşer. İktisadi birimler kurun değişmeyeceği varsayımı altında risk primini azaltırlar. Aynı zamanda para ikamesi tersine döner, ulusal para tutulmaya başlanır (Giovanni ve Turtelborn, 2001: 3). Bu süreç faizlerde düşmeye neden olur. Gelişmekte olan ülkelerde enflasyonun sebebi geçmişe dönük beklentilerdir. Sabit döviz kuru bu beklentileri kırarak enflasyonda kalıcı bir düşme sağlamaya yardımcı olur.

Kısa vadeli sermaye hareketleri ile kalkınma sürecini tamamlamaya çalışan fakat enflasyon problemi yaşayan gelişmekte olan ülkeler için sabit döviz kuru politikası uygulamaları daha tutarlı olacaktır (Yağcı, 2001: 1-3). Ancak bu politikanın başarılı olabilmesi için güçlü finansal sektöre ve güvenilirliği olan kurumlara ihtiyaç duyulur. Böyle bir politikada önceden açıklanmış kur oranı ile enflasyon arasındaki ilişkinin iyi kurulması gerekir. Bu, kurun aşırı değerlenmesini engeller. Dolayısıyla döviz kuru politikasında, ülke ekonomisinin içinde bulunduğu istikrar ve güvenilir kurumlar anahtar işlevleri görürler.

Sabit parite rejimleri daha çok global finansal piyasalar ile ilişkileri sınırlı olan, ürün yelpazesi az ve ihracat gücü finansal piyasaların gölgesinde kalan, parasal

disiplini ve güvenilirlik yoksunu ülkeler için uygundur. Ancak sabit parite rejimleri parasal krizlere eğilimi olan politikalarıdır (Eren ve Süslü, 2001). Ulusal para bu politikada aşırı değerlendirildiği için dış açıklar oluşur. Sabit döviz kuru politikaları altında para otoritesinin son borç verme yetkisi ortadan kalkmaktadır. Ancak gelişmekte olan ülkelerin son borç verme yetkisi ortadan kalkmasa bile, bu özelliğin finansal krizleri engelleme gücü sınırlıdır. Sisteme likidite pompalanması enflasyon beklentisini artıracak ve finansal piyasalarda istikrarsızlık ortaya çıkacaktır.

Dolayısıyla, uzun süren yüksek enflasyon ile yaşamaya alışmış olan bir ülke için beklentilerin kırılmasında ve enflasyonun çabuk düşürülmesinde fazla maliyetli olmayan politika, sabit döviz kurunu nominal çapa olarak uygulamaktır. Enflasyon kontrol altına alınıp güven sağlandığı zaman, parasal krizlerden zarar görmemek için, daha esnek döviz kuru politikalarına yumuşak bir şekilde geçiş yapılması gerekmektedir.

#### 4- Katı Sabit Rejimler

Katı parite rejimleri döviz kuru politikalarının en katı olan durumudur. Bu rejimde ya para kurulu ya da dolarizasyon politikaları uygulanır.

Para kurulu katı parite rejiminin en çok uygulanan yöntemidir. Bu sistemin esası yurtiçi döviz kurunun bir yasa çıkarılarak yabancı ülkenin parasına dayandırılmasıdır. Ulusal para piyasaya ancak yabancı para karşılığında çıkar. Para kurulunda hiçbir şekilde bağımsız para politikası izlenilmez (Gosh,v.d.,1998: 4-8).

Para kurulu sistemi kural bazlı politikaların özel bir halidir. En basit şekli ile para kurulu, para otoritesinin ulusal parayı döviz kuruna sabitlemesini yasal bir şekilde taahhüt ettiği durumdur. Ulusal para sadece döviz girişine bağlı olarak çıkar. Ve yine döviz varlıklarına bağlı olarak piyasadan çekilir<sup>15</sup>. Bu şekilde parasal otoritenin son borç verme yetkisi ortadan kaldırılır. Para kurulu sistemi sabit döviz kuru sisteminin özel bir halidir. Klasik döviz kuru sistemlerinden, getirdiği kısıt ve döviz rezervinin kaynağı kadar para yaratmasıyla ayrılır<sup>16</sup>. Para kurulunun en önemli

<sup>15</sup> Para kurulu sisteminde ulusal paraya karşılık tutulan yabancı döviz varlıklarının miktarı uygulamadan uygulamaya değişmektedir. Örneğin Hong-Kong'da uygulanan para kurulu sisteminde dolaşımdaki paranın %100 karşılığı bulunurken, Arjantin, Estonya ve Litvanya'da bu miktar % 100'ün altındadır.

<sup>16</sup> Para kurulu sistemlerinde genelde bir tek dövizin kuruna bağlı olarak para yaratılmaktadır. Bununla birlikte bir sepetten oluşan sisteme bağlı olarak da ulusal para yaratılabilmektedir. Bir tek döviz



özelliği monetizasyonun resmi olarak engellenmesi, döviz kuru oranının değişmesi ve politika araçları kullanımına yasal sınırlamalar getirmesidir. Döviz kurunun değişmesinin yasal zorunluluğa bağlanması ve ulusal para hacminin ancak döviz varlıklarına bağlı olarak değişmesi, para kurulunun güvenilirliğini sağlayan unsurlardır. Para otoritesinin rezervinin büyüklüğü para kurulunu daha güçlü kılmaktadır. Bankanın rezervleri aynı zamanda paritenin korunması amacıyla finansal sistemin gelişmesi için de kullanılmaktadır.

Para kurulu uygulamasının kısa vadede güvenilirliği sağlamasına rağmen önemli zayıf yönleri de bulunmaktadır. Para kurulunda monetizasyonu engelleyen bir araç olan son borç verme yetkisinin kısıtlanması, aynı zamanda finansal sektörün kırılganlığını artıran bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Finansal sektördeki kırılganlığın artması, piyasalarda devalüasyon beklentisini artırır. Bu vade uyumsuzluklarını ortaya çıkartır. Vade uyumsuzluklarının düzeltilmemesi işsizliğe ve çıktıda önemli düşüşlere neden olmaktadır. Bu durum para kurulunun sürdürülebilirliği konusundaki şüpheleri artırır.

Para kurulu sisteminde faizlerin yükselmesi diğer bir risk faktörü olarak karşımıza çıkmaktadır. Faizlerdeki yaşanan bir yükselme, iktisadi birimlerin geleceğe olan güven duygusunu azaltarak güvenilirliğe zarar verir<sup>17</sup>.

Para kurulu, güvenilirlik kaybı yaşanmış, para krizleri ile sık sık karşı karşıya kalmış ve yüksek risk primiyle mağdur olmuş ülkeler için uygundur. Bu anlamda para kurulunun temel fonksiyonu, güvenilirliğe inşa etmek ve yürütmektir. Ancak bu politika mali disiplin ve güçlü bankacılık kesimi olmadan sürdürülemez. Dolayısıyla para kurulu ancak güçlü politikalar ile desteklendiğinde amacına ulaşır (Balino ve Enach, 1997: 30-1).

Katı rejimin diğer hali olan dolarizasyonda ise herhangi bir ülkenin parası ülke parasıymış gibi kullanılır. Parasal özerklikten feragat edilir. Parasal bağımsızlık yoktur (Alesina ve Baro, 2001: 382-83).

---

kuruna bağlı olarak yaratılan ulusal paranın daha yaygın olmasının sebebi basit ve şeffaf olmasından kaynaklanmaktadır.

<sup>17</sup> Litvanya'da faiz oranlarının önemli oranlara yükselmesi bankacılık krizlerine ve para kurulunun çökmesine neden olmuştur.

Katı parite rejimlerinde, maksimum verimlilik vardır. Bu nedenle enflasyonu düşürmek kolaylaşır. Düşük ve istikrarlı faiz oranı ortaya çıkar. Parasal otoritenin para politikası üzerine bir hükmü kalmadığı için yapılan hatalar sonucu enflasyon sapsması yaşanmaz. Buna karşılık merkez bankası son borç verme özelliğini kaybeder. Bu da likidite krizlerinin yaşanmasına neden olur. Para kurulundan veya dolarizasyondan çıkmak zordur (Blinder, 1998: 53).

### **B- Döviz Kuru Seçimi ve Sonuçları**

Döviz kuru rejimlerinin seçimi ve uygulanması ülkelerin özelliklerine göre değişiklik arz etmektedir. Yapısı itibariyle sanayileşmiş ülkeler, global sermaye piyasalarına tamamen entegre olmuş, ürün yelpazesi ve ticareti geniş, derin bir finansal yapıya sahip, güçlü kurumsal standartları ve kur politikası olan ülkelerdir. Bu ülkeler için dalgalı kurlar uygun döviz kuru rejimleridir. (Plihon, 1998: 85-90).

Katı rejimler ise, Arjantin ve Bulgaristan gibi belli bir para alanına sahip ve/veya ekonomik açıdan büyük bir komşusu olan küçük ülkeler ile hiper enflasyonu olan ve parasal istikrar için güçlü çapaya ihtiyacı olan ülkeler tarafından uygulanmak durumundadırlar.

Ara rejimler ise daha çok Türkiye gibi uluslararası sermaye hareketiyle sınırlı ilişkisi olan, ürün ve ihracat yelpazesi sınırlı, finansal piyasaları sığ ve enflasyon ataleti yaygın ülkeler için gereklidir.

Bununla birlikte hiçbir döviz kuru ekonomik problemleri ortadan kaldırmak için tam anlamıyla yeterli değildir. Her döviz kurunun avantajları yanında maliyetleri de bulunmaktadır. Tablo 4'te döviz kurlarının avantaj ve maliyetleri ortaya konulmaktadır.



**Tablo 4: Döviz Kuru Politikalarının Temel Özellikleri**

Aranan Kriterler	Dalgalı Kur	Ara Rejimler	Katı Rejimler
<i>İstikrar</i>	Yok.	İktisadi birimlerin güvenine ve izlenilen para ve maliye politikasına göre değişir.	İstikrarlı.
<i>Para krizlerine karşı savunma</i>	Para krizlerine karşı savunma içerir.	Duruma göre	Savunmasızdır.
<i>Şoklara karşı savunma</i>	Savunma içerir.	Duruma göre	Savunmasızdır.
<i>Bağımsızlık</i>	Tamamen bağımsızdır.	MB son borç verme yetkisini kaybetmesine rağmen, diğer işlemleri yapar.	Bağımsızlık ortadan kaybolur.
<i>Dengeden uzaklaşma</i>	Sık sık denge kaybolur.	İktisadi birimlerin güvenine ve izlenilen para ve maliye politikasına göre değişir.	Daima dengededir.

**Kaynak:** Fahrettin Yağcı, "Choice of Exchange Rate Regimes for Developing Countries" *World Bank Africa Region Working Paper*, No.16. 2001.

Dalgalı kurun temel avantajı para otoritesinin bağımsız bir para politikası izleme şansına sahip olmasıdır. Dolayısıyla ekonomi para krizlerinden ve ters şoklardan daha az zararlı çıkar. Bununla birlikte ekonomide görülecek ters şoku absorbe edecek esas politika işgücü piyasalarının esnek olmasıdır. İşgücü piyasasının esnek olmaması durumunda, para otoritesi son borç verme yetkisini kaybetmese bile, yani dalgalı bir kur izlese bile bu şoku atlatabilecektir. Ayrıca dalgalı döviz kuru politikasında ulusal paranın değer kaybetmesi ödemeler dengesinde bir baskı yaratacak, bu durum para politikası üzerinde bir kısıta yol açacaktır. Bu durum dalgalı kurun avantajını ortadan kaldırmaktadır. Böyle bir durumda dalgalı döviz

kurunda istikrar sağlanamaz. Dalgalı kurlarda öngörülmeven dalgalanmalar, hem kısa dönemde hem de uzun dönemde ekonomiye zarar verir. Bu zararın en önemli sonucu güven kaybına yol açmasıdır. Ortaya çıkan güven kaybıyla beraber para ikamesi süreci hızlanır. Bu durum döviz kurunun avantajı olarak kabul edilen merkez bankalarının son borç verme gücünü kısıtlar (Calvo ve Reinhart, 2000: 2-9).

Döviz kuru rejimlerinin diğer tarafında olan sert rejimlerde ise maksimum derecede istikrar ve güvenirlilik sağlanırken, para krizlerine ve şoklara karşı savunmasızdır. Heterojenliğine rağmen gelişmekte olan ülkelerin temel karakteristiği döviz kurundaki düzensizliklerdir. Bu durum para ikamesini arttırır (Calvo, 1999: 7-8). Döviz kuru ile enflasyon arasındaki ilişki güçlü olduğundan, sabit döviz kuru ile enflasyonist baskı azalır. Çünkü sabit döviz kurları politikası ile döviz kurlarında sağlanan istikrar iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerini olumlu etkiler (Obstfeld ve Rogoff, 1995: 6). Sabit döviz kuru politikası ile politik otoriteye bir disiplin sağlar. Sabit döviz kuru ile sağlanan güçlü taahhüt para otoritesinin ihtiyari politika yapmasını engeller. Bu durum iktisadi birimlerde güven yaratarak, fiyatlarda istikrar sağlar.

Sabit döviz kurlarının enflasyon üzerindeki etkisi yadsınamaz. Ancak ekonomide ortaya çıkan şoklar karşısında önemli zaafiyeti vardır. Bu açıdan gelişmekte olan ülkeler başarılı bir döviz kuru politikası uygulayabilmesi için bankacılık sektörünün üstlendiği riskin engellenmesi gerekmektedir.

Döviz kuru politikalarında sağlanan konsensüs her zaman bir tek döviz kuru politikasının olmayacağıdır. Döviz kuru politikasındaki seçim ülkenin ekonomik şartlarına göre değişmelidir. (Frankel, 1999). Bu şartlar ülkenin ticaret ve finansal akımlarının hacmi ve açıklığı, üretimin ve ihracatın yapısı, finansal gelişmedeki aşaması, enflasyonunun tarihi, yaşadığı şokların kaynağı ve doğasıdır.

### **1-Döviz Kuru Rejimlerinin Seçiminin Sonuçları**

Döviz kuru rejim seçimi için standart formül bulabilmek mümkün değildir. Çünkü her ülke için ekonomi politikasının öncelikleri bir birinden farklıdır. Bu farklılık ülkeleri amaçları arasında denge kurmaya zorlar. Enflasyonla mücadelenin önemli olduğu bir ülkede, istikrarsız yapısından dolayı dalgalı kur rejimi arzulanmaz iken, zayıf bir finansal sisteme sahip bir ülkede de sabit döviz kuru rejimi,

katılığında dolayı uygulanamaz. Dolayısıyla döviz kuru seçiminde değişik ikilemler bir problem olarak politika yapıcılarının önüne çıkar. Bu ikilemler, esneklik-disiplin, istikrarsızlık-dengedir. Bununla birlikte parasal krizlerden zarar görme ve güvenilirlik döviz kuru seçimini etkileyen diğer unsurlardır (Husain,v.d., 2004: 12-24).

#### **a- Esneklik ve Güvenilirlik**

Döviz kuru rejiminin seçilmesinde temel problem esneklik ve güvenilirlik ya da disiplin arasındaki değiş tokuştur. Dalgalı rejimler parasal politika için maksimum derecede esneklik sağlar, fakat bu esneklik yukarıda bahsedilen zaman gecikmesi problemini beraberinde getirmektedir. İktisat literatüründe dalgalı rejimlerin enflasyon sapması yaratacağı genellikle kabul edilmektedir (Frankel, 2003: 9-11).

Sabit döviz kuru rejimlerinde ise kabul edilen argüman, ekonomide disiplinin sağlanmasında ve para politikasının daha fazla güvenilirliğe sahip olmasında daha iyi bir politika olduğu yönündedir. Ancak sabit döviz kur rejimlerinde parasal otoritenin bağımsızlığı azalmaktadır. Çünkü parasal otorite para politikası ile sadece oranı kollamaya çalışmaktadır.

#### **b- İstikrarsızlık ve Denge**

Döviz kuru rejiminin seçiminin diğer bir sonucu istikrarsızlık ve dengedir. Yapılan çalışmalar dalgalı rejimlerde döviz kuru oranlarının istikrarsız, orta dönemde de hareketli olduğunu göstermiştir. Uluslararası sermaye akımlarına açık ülkelerde kısa dönemli finansal akımlar spekülasyona sebep olarak döviz kuru oranlarını etkilerler. Uluslararası sermaye piyasalarına entegrasyon derinleştikçe döviz kuru oranlarındaki istikrarsızlık artmaktadır. Bu istikrarsızlık gelişmekte olan ülkelerde döviz piyasasının sağlığından, politik istikrarsızlıktan, ekonomik disiplinsizlikten kaynaklanmaktadır (Yağcı, 2000: 23). Dalgalı rejimlerde görülen bu istikrarsızlık belirsizlik yaratarak, işlem maliyetlerinin ve faiz oranlarının artmasına neden olur. Döviz kurlarında görülen bu istikrarsızlık sürdürülemeyen döviz kuru açıklarına, düşük ekonomik büyümeye neden olur. Dalgalı rejimlerdeki aşırı istikrarsızlık “dalgalanmanın korkusu” adı verilen bir fenomen ortaya çıkartır. Dalgalanmanın korkusu, döviz kurlarındaki istikrarsızlığın enflasyona tesir etmesiyle açıklanır.

Döviz kurunda istikrarsızlık artıka belirsizlik artacak böylece enflasyon beklentileri artacak ve daha sonra da enflasyon yükselmeye başlayacaktır.

Döviz kurlarındaki istikrarsızlığın derecesi döviz kurundaki esneklik ile ters orantılıdır. Döviz kurunda esneklik azaldıkça istikrarsızlık da azalır. Sabit döviz kuru rejimleri, döviz kuru oranında sabitliği garanti eder. Sabit döviz kuru rejimlerinin döviz kurunda istikrarın ve rekabetçi bir ortamın sürdürülebilmesi için, makro ekonomik disiplinin ve kurumsal disiplinin sağlanması gerekmektedir.

### **c-Parasal Krizlerden Zarar Görme**

Döviz kuru rejimlerinde anahtar problem parasal şoklara karşı göstereceği etkidir. 1990'lı yıllardaki deneyimler göstermiştir ki, ekonomileri uluslararası sermaye hareketlerine açık olan ülkeler sabit döviz kuru rejimi uyguladıklarında parasal krizlere daha açık bir hale gelmektedirler. Sürdürülen döviz kuru oranı hakkında şüphe ekonomik krizlerin temel nedeni olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu şüphe, zayıf finansal sektörden kaynaklanmaktadır.

Bununla birlikte döviz kuru rejim uygulamalarının her iki köşesinde bulunan döviz kuru politikaları için parasal şoklardan zarar görme riski daha azdır. Ancak parasal krizlere maruz kalan bir ülkede, büyük miktarlarda yabancı sermaye var ise, bu durum kendi kendini besleyen bir süreç yaratarak krize girilmesine neden olmaktadır. Dolayısıyla parasal krize maruz kalan bir ülkenin bu durumda hangi döviz kuru rejimi izlediğinin bir önemi kalmamaktadır. Dalgalı kur rejimlerinde bankacılık sistemi riskli bir durumda ise, olası bir likidite krizi döviz kuru oranı beklentilerine bir baskı yaratarak kur ve sermaye hareketliliğini başlatır. Parasal krizlere karşı izlenilebilecek en iyi döviz kuru politikası bant sistemidir. Parasal otorite, bandın sınırları zorlandığında geçici olarak bu bandın dışına çıkmalıdır. Bu şekilde parasal krizle daha yumuşak biçimde atlatılabilir.

### **d-Parasal Otoritenin Güvenirliliği**

Para otoritesinin döviz kurunu nominal çapa olarak kullanmak istediğinde bir ikilem ile karşı karşıya kalmaktadır. Eğer para otoritesi dalgalı kur politikası izlerse, bu durum ödemeler dengesini ve ticaret dengesini iyileştirecektir. Fakat beklentileri olumsuz etkileyerek fiyatları yükseltecektir. Buna karşılık sabit döviz kuru politikasının uygulanması parasal otoriteden para politikası yürütme gücünü elinden

alacaktır. Ancak fiyat istikrarının sürdürülmesi için sabit döviz kuru politikasının uygulanması gerekmektedir. Bununla birlikte bu politika ödemeler bilançosu açıklarını da beraberinde getirmektedir. Dolayısıyla döviz kuru seçimi ihtiyari ve taahhüt politikası arasında değiş tokuşa dayanmaktadır. Hangi döviz kuru politikasının daha güvenilir olduğu; yani hangisinin para otoritesinin kayıp fonksiyonunu minimize ettiğini bulmak için, küçük dışa açık bir ekonominin olduğunu ve bu ülkenin ticarete konu olan ve olmayan mal ürettiğini varsayalım. Ele alınan bu ülkede döviz kurunun, politik otorite tarafından dış rekabet ve fiyat istikrarı göz önüne alınarak belirlendiğini varsayalım. Ticarete konu olmayan sektörde fiyatlandırma kararı para otoritesinin döviz kuru kararından önce olmaktadır (Agenor, 1994: 4-6). Bu şartlarda ülke içi enflasyon oranı;

$$\pi = \delta\pi_N + (1 - \delta)(e + \pi_T^*) \quad (41)$$

(41) nolu denklem de  $\delta$  dışa açıklık oranını  $e$  devalüasyon oranını,  $\pi_N$  ticarete konu olmayan sektördeki enflasyon oranını ve  $\pi_T^*$  ise ticarete konu olan sektördeki enflasyon oranını vermektedir.

Para otoritesinin minimize etmek istediği kayıp fonksiyonu döviz kurunun hedeflenen düzeyinden  $\theta$  sapmasına ve enflasyon oranına dayanmaktadır. Dolayısıyla para otoritesinin kayıp fonksiyonu şu şekilde yazılabilir;

$$L^E = -\alpha((e + \pi_T^* - \pi_N) - \theta) + \lambda \frac{\pi^2}{2} \quad (42)$$

Piyasadaki fiyatları oluşturan ticarete konu olmayan malların üretildiği sektördür. Ticarete konu olmayan sektör fiyatlandırma kararlarını talep şoklarına ( $dN$ ) ve ticarete konu olan sektörün fiyatlarına göre oluşturmaktadır. Ticarete konu olmayan sektörün de amacı kendi kayıp fonksiyonunu minimize etmektir<sup>18</sup>.

$$L^P = [\pi_N - (e^a + \pi_T^a) - \phi dN]^2 / 2 \quad (43)$$

Ticarete konu olmayan sektörün kayıp fonksiyonundan optimal enflasyon oranı ve optimal döviz kuru oranı bulunur. Bulunan optimal enflasyon oranı optimal

<sup>18</sup> Basitleştirmek amacıyla ticarete konu olmayan sektörün enflasyon oranı sıfır alınmıştır.

döviz kuru oranına konulup; hem döviz kuru için hem de enflasyon için çözümlendiğinde;

$$\pi_N = (K + \phi dN) / \psi \quad (44a)$$

$$\varepsilon = (K - v\phi dN) / \psi \quad (44b)$$

elde edilir. Denklemlerdeki  $K$  notasyonu devalüasyon eğilimini,  $\psi$  ise iç piyasaların büyüklüğünü yansıtmaktadır<sup>19</sup> (Agenor, 1994: 4). Denklem (44a) para otoritesinin dalgalı döviz kuru izlemesi durumunda ortaya çıkacak enflasyon oranını göstermektedir. Burada enflasyon oranının pozitif bir değer aldığı görülmektedir. Denklem (44a) ve denklem (44b)'yi para otoritesinin kayıp fonksiyonu içerisinde yerleştirdiğimizde dalgalı döviz kuru politikasında para otoritesinin kayıp fonksiyonunun alacağı değeri göstermektedir.

$$L_D^g = \alpha(\phi dN + \theta) + \psi(K / \pi)^2 / 2 \quad (45)$$

Para otoritesinin sabit bir döviz kuru belirleyerek kendisini taahhüt altına soktuğunu varsayalım. Böyle bir durumda  $\varepsilon = 0$  olacaktır. Para otoritesinin sabit döviz kuru rejimi altında kayıp fonksiyonu aşağıdaki denklem haline gelmektedir.

$$L_S^g = \alpha\phi \quad (46)$$

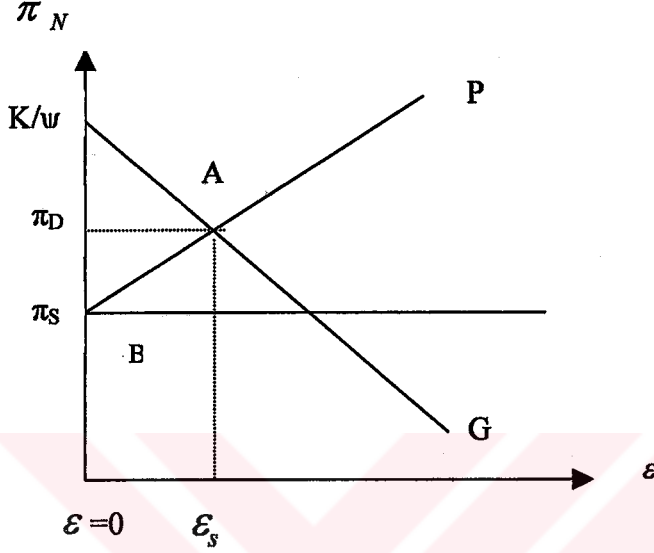
Dalgalı döviz kuru politikası altında para otoritesinin kayıp fonksiyonu ile sabit döviz kuru politikası altında para otoritesinin kayıp fonksiyonunu kıyasladığımızda,  $L_S^g < L_D^g$ <sup>20</sup> olduğu görülür. Yani Para otoritesi sabit döviz kuru

<sup>19</sup> Talep şokunun olmadığı varsayılıyor.

<sup>20</sup> Cukierman (1992) buna benzer bir sonuca cari işlemler dengesini kullanarak ulaşmıştır. Cukierman'a göre güvenilirliği sağlandığında talep şoklarının varlığında dahi para otoritesinin kayıp fonksiyonunu minimize eden politika sabit döviz kurunun taahhüdüdür. Daha detaylı bilgi için bkz Silva, 1999



politikası altında kayıp fonksiyonunu daha fazla minimize etmektedir. Bu da iktisadi birimlerin güvenini kazanmasıyla ortaya çıkmaktadır. Sabit döviz kurunun daha az enflasyonist olduğunu ayrıca bir grafik yardımı ile de gösterebiliriz.



**Grafik 6:** Alternatif Döviz Kurlarının Belirlenmesi

Grafik 6'da (G) eğrisi para otoritesinin tepki fonksiyonunu, (P) eğrisi de iktisadi birimlerin tepki fonksiyonlarını göstermektedir. Para otoritesinin dalgalı döviz kuru politikası izlediği bir ortamda (G) ve (P)'nin kesiştiği nokta olan A'da dengeye gelecektir. Buna karşılık para otoritesinin sabit döviz kuru politikası izlediği durumda denge B noktasında sağlanacaktır. Grafikte de görüldüğü gibi, para otoritesi sabit döviz kuru politikası izlediği takdirde dalgalı döviz kuru politikasına göre daha düşük enflasyon ortaya çıkmaktadır (Agenor, 1994: 7-8).

Enflasyon problemi kronik bir hal almış gelişmekte olan ülkelerde fiyat istikrarını sağlamanın yolu döviz kurlarını taahhüt eden politikadır. Döviz kurunu nominal çapa olarak kullanan politikaların kısa zamanda ve az maliyetle enflasyonu düşürme konusunda alternatifi yoktur. Kısa vadede döviz kurlarının çapa olarak kullanılması para otoritesinin niyetini gösteren en iyi politikadır. Kronikleşen



enflasyonu olan bir ülkede, enflasyon belli bir aşamadan sonra iktisadi birimlerde atalet yaratır. İktisadi birimler geçmişe bakarak gelecek fiyatlarına karar verirler. Bu durum aynı zamanda iktisadi birimlerin para otoritesine olan güven problemini de ortaya çıkartır. Bu açıdan döviz kuru politikası iktisadi birimlerin enflasyonist beklentilerini kırmada ve iktisadi birimlerin tekrar güvenini kazanmada en iyi çapa olmaktadır. Döviz kuru çapasının iktisadi birimlerin geçmişe dönük beklentilerini etkilemesinde, hem kolay anlaşılması hem de para otoritesinin tutuculuğunu net bir şekilde ortaya koyması yatmaktadır.

### III-Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesi, yüksek enflasyon problemini, başarısız olan diğer hedef yaklaşımlarından sonra çözümlenmek amacıyla ortaya konulmuş bir para politikasıdır. Dolayısıyla tüketilmeyen son çapa olarak para otoritelerinin elinde kalan enflasyonla mücadele aracı, enflasyon hedeflemesidir. Enflasyon hedeflemesinin, resmi olarak nicel bir enflasyon hedefini veya hedef aralığını belirli bir zaman için (para politikasının birincil amacının fiyat istikrarı olması kaydıyla) iktisadi birimlere açıklanmasıdır (Bernanke v.d., 1997: 3-5). Enflasyon hedeflemesi yaklaşımının altı temel özelliği bulunmaktadır.

Enflasyon hedeflemesinin en temel özelliği açık ve nicel enflasyon hedefinin bulunmasıdır. Ortaya konan açık ve nicel enflasyon hedefinin para otoritesi ve hükümet tarafından ilan edilmesi söz konusudur. Burada açık bir şekilde ortaya konan enflasyon oranının iki temel rolü bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, para politikası ve enflasyon için bir nominal çapa görevini; ücret ve finansal piyasalar için ise bir koordinasyon görevini üstlenmesidir. İkinci rolü ise, para politikası için şeffaf bir rehber görevi görmesidir (Leiderman ve Svensson, 1995: 5).

Enflasyon hedeflemesinde parasal büyüklükler ve/veya döviz kuru ara hedefleri için açık bir taahhüt getirilmesine engel olmaması enflasyon hedeflemesinin diğer bir özelliğidir. Buradaki şart, para otoritesinin gelecekteki enflasyon hedefi ile tutarlı olmak kaydıyla çeşitli para politikası enstrümanları için zaman patikası ortaya koyabilmesidir<sup>21</sup>.

<sup>21</sup> Örneğin Almanya'da enflasyon hedeflemesi yanında ikinci derecede parasal büyüklükler de hedeflenmiştir.

Enflasyon hedeflemesinin diğerk bir özelliği, hedeflenen enflasyona ulaşmak için para otoritesinin hesap verebilirirliği artmalıdır. Hesap verilebilirirlik arttıkça, izlenen para politikasında disiplin artmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi, izlenen politikaların şeffaflığını arttırmaktadır. Hesap verilebilirirlik ve şeffaflık enflasyon hedeflemesinin iki temel karakteristiği olduğu için, şeffaflık da önemli bir öğe olmaktadır. Bir çok ülkede para otoritesinin şeffaflığı yasa ile düzenlemektedir. Enflasyon hedeflemesinin beşinci özelliği para otoritesi, para politikası enstrümanlarına karar vermek için ekonomideki her türlü bilgiyi kullanabilmektedir.

Enflasyon hedeflemesinin başarılı olması için kamu ile para otoritesinin amaçları ve planları hakkındaki güçlü iletişime dayanması enflasyon hedeflemesinin son özelliğidir. Para otoritesi bu iletişimi sağlıklı kurabildiği ölçüde para politikası enstrümanlarını gelecek enflasyon beklentilerine göre düzenleyebilir (Agenor, 2002: 105-7).

Enflasyon hedeflemesinde önemli olan husus, iktisadi birimlerin, para otoritesinin fiyat istikrarı amacına ciddi biçimde bağlı olduğuna inanıp inanmamalarıdır. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesinde para otoritesinin güvenilirirliği ve saygınlığı kritik bir rol oynamaktadır. Güvenilirirliğin sağlanabilmesi için para otoritesinin performansının (enflasyon hedeflemesinden sapmaların herhangi bir şoktan mı yoksa ekonomi otoritesinin hatalarından mı kaynaklandığına karar verebilmesi için) gözlenebilmesi gerekmektedir. Dolayısıyla şeffaflık ve hesap verilebilirirlik para otoritesinin güvenilirirliği için hassas iki kavram haline gelmektedir.

Günümüzde birçok ülke enflasyon hedeflemesini uygulamaktadır. Buna karşılık, uygulanan enflasyon hedeflemesi politikası açıklık, güvenilirlik ve döviz kuru politikaları açısından ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Ortaya çıkan enflasyon hedeflemesi rejimlerinin farklılığı güvenilirirliğe ve ortaya konulan enflasyon taahhüdünün açıklığına bağlıdır. Gerek teoride gerekse pratikte üç tür enflasyon hedeflemesi söz konusudur.

En çok bilinen enflasyon hedeflemesi “ Tam Enflasyon Hedeflemesi”dir. Bu tür enflasyon hedeflemesinde yüksek derecede bir güvenilirlik vardır. Enflasyon

hedefi açık olarak iktisadi birimlere duyurulur. Para otoritesi hedef ile ilgili şeffaflık ve hesap verilebilirliği kurumsallaştırmıştır. Yeni Zelanda, Kanada, Şili ve Brezilya tam enflasyon hedeflemesini benimseyen ülkelerdir.

“Toplanmış Enflasyon Hedeflenmesi” diğer bir enflasyon hedeflemesi çeşididir. Bu enflasyon hedeflemesi çeşidinin temel özelliği, tam şeffaflık ve hesap verilebilirlik olmadan düşük ve durağan enflasyonu sürdürmektir. Bu tür enflasyon hedeflemesinde fiyat istikrarı yanında çıktı istikrarına da önem verilir. ABD ve Avrupa Merkez Bankası bu çeşit enflasyon hedeflemesini sürdürmektedir (Carare ve Stone, 2003: 3-5).

Son enflasyon hedefi çeşidi de “Zımnî Enflasyon Hedeflemesi (Inflation Targeting Lite)”dir Enflasyon hedeflemesi kullanılmasına rağmen, enflasyon hedefini sürdürmek para politikasının en önemli amacı değildir. Bu tür enflasyon hedefi uygulayan ülkelerde enflasyon hedeflemesinin yanı sıra finansal istikrar gibi amaçlar da benimsenmektedir. Yapısal reformların gerçekleştirilmesi için güvenilir bir nominal çapaya ihtiyaç duyulduğu ekonomilerde bu tür bir enflasyon hedeflemesi bir geçiş rejimi olmaktadır. Uruguay, Venezüella, Rusya ve Türkiye bu tür enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerdir (Stone, 2003: 2-4).

#### **A-Enflasyon Hedeflemesi İçin Ön Koşullar**

Bir ülkenin enflasyon hedeflemesi uygulamasının başarılı olabilmesi için sağlanması gereken bazı ön koşullar bulunmaktadır. Bu ön koşullar aşağıda sıralanmaktadır:

a- İlk olarak para otoritesinin hedefi, fiyat istikrarı olmalıdır. Para otoritesi, hedeflediği enflasyona ilişkin rakamsal hedefleri önceden kamuoyuna duyurması şarttır (Erçel, 2000: 4-5)

b- Para otoritesinin hem araç hem de amaç bağımsızlığına sahip olması gereklidir.

c- Şeffaflık ve hesap verilebilirlik mekanizmalarının ortaya konması gerekmektedir. Bunun için para otoritesi planlarını, hedeflerini ve aldığı kararları devamlı olarak iktisadi birimlere aktarmaya kendisini hazırlamalıdır (Debelle, 1997:

17-19). Uygulamada bu fonksiyon rapor ve sürekli yayınlar vasıtasıyla yerine getirilmektedir.

d- Enflasyon hedeflemesinin en önemli koşullarından biri de, mali kesimin para politikası uygulamalarında belirleyici olmaması gerekmektedir. Hükümetin denkleştirici bir bütçe politikası uygulaması ve kamu harcamalarında para otoritesi kaynaklarının kullanılmasına yol açmayacak politikalar ile enflasyon hedeflemesini desteklemesi gerekmektedir (Rudenbusch ve Svensson, 1999: 18). Kamu bütçesinin denk olması kadar ödemeler bilançosunun da denk olması enflasyon hedeflemesinin başarılı olması için gerekmektedir. Dış dengenin enflasyon hedefini birincil hedef olarak sürdürmeyi sağlayacak kadar güçlü olması gerekir.

e- Para otoritesinin enflasyonu kendi enstrümanları ile kontrol edilebilmesi ve bu enstrümanların sağlıklı bir şekilde kullanılabilmesi için, finansal kesimin de zayıf olmaması ve finansal piyasaların istikrara katkı yapacak kadar derinleşmiş ve gelişmiş olması gerekmektedir.

f- Son olarak para otoritesinin enstrümanları ile enflasyon arasındaki ilişkiyi iyi bilmesi, ekonomik yapıyı tanınması gerekmektedir.

### **1-Para Otoritesinin Bağımsızlığı ve Güvenirliliği**

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde para otoritesi fiyat istikrarına ulaşmak için kullanacağı enstrümanları bağımsız olarak seçebilmelidir. Bilhassa gelişmekte olan ülkelerde mali baskı para politikasının etkinliğini azaltır. Sürdürülemeyen bütçe açıkları ve borçlanma para otoritesinin para politikası araçlarını özellikle faiz aracını kullanmayı zorlaştırır. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi uygulanabilmesi için finansal sistemin güçlü olması zorunludur. Finansal sistemdeki zayıflık para politikasının bağımsız bir şekilde yürütülmesine engel olur.

Para otoritesinin bağımsızlığı enflasyon için gerekli; fakat yeter koşul değildir. Para otoritesinin bağımsız olduğu kadar güvenilir olması da gerekmektedir. Para otoritesinin güvenilir olmaması, enflasyon ataletinin en önemli nedeni olarak karşımıza çıkmaktadır (Agenor, 2002: 100-3). Dolayısıyla iktisadi birimlerin beklentilerini etkileyebilmek için para otoritesinin güvenirliliğinin sağlanması kaçınılmazdır. Para otoritesi, bu güveni sağlayabilmesi için enflasyon hedeflemesinin yol göstericisi olan enflasyon raporlarını periyodik olarak yayınlamalıdır. Bu raporlar

para otoritesinin politika taahhütleri hakkında kamu ile etkili iletişim kurmayı sağlar. Dolayısıyla para otoritesinin enflasyon hedeflemesinden önce bu mekanizmayı sağlıklı biçimde ortaya koyması gerekmektedir. Bu para otoritesinin güvenilirliğini arttıran bir unsurdur (Woodford, 2003).

Enflasyon hedeflemesi ya hükümet, ya para otoritesi ya da her ikisi tarafından ortaya konulabilir. Ancak genelde uygulama, hedefi önce para otoritesinin deklere etmesi, daha sonra bu hedefe hükümetin destek vermesi şeklinde olmalıdır. Ortaya konan hedefin güvenilirliği ile hükümetin hedefe verdiği destek doğru orantılıdır. Hükümet enflasyon hedefini desteklediğini sadece sözlü olarak değil, maliye politikaları izleyerek desteklemesi gerekmektedir.

Enflasyon hedeflemesinde ideal olan, para otoritesinin birincil amacının fiyat istikrarı olması, işsizlik, büyüme ve döviz kurları gibi amaçların ikinci planda kalmasıdır. Bununla birlikte para otoritesinin araç bağımsızlığına yasal içerik kazandırmak enflasyon hedeflemesi uygulaması için önemli bir koşuldur. Böylece resmi çerçeve enflasyon hedefini destekleyen bir unsur haline gelmektedir. Enflasyon hedeflemesi uygulayan 27 ülke üzerinde enflasyon hedeflemesi için gerekli şartlar araştırılmıştır. Bu çalışmanın sonucunda enflasyon hedeflemesi ile para otoritesinin bağımsızlığı arasında önemli ilişki bulunmuştur. Dolayısıyla para otoritesinin bağımsızlığı enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi için olmazsa olmaz koşulu niteliğindedir (Carare, v.d., 2002: 5-11).

## **2- Para Otoritesinin Şeffaflığı ve Hesap Verilebilirliği**

Hesap verilebilirlik ve şeffaflık enflasyon hedeflemesinin yürütülmesinde güvenilirliği artıran en önemli iki unsurdur. Hesap verilebilirlik, para otoritesinin iktisadi birimlere hedeften neden sapıldığının ve hedefe tekrar nasıl ve ne zaman sonra dönüleceğinin açıklamasıdır. Şeffaflık ise, para otoritesinin enflasyon hedeflemesindeki gelişmeleri iktisadi birimlere periyodik olarak duyurmasıdır (Agenor, 2002: 100-3). Para otoritesinin aldığı kararlar için hesap verilebilirliği ve şeffaf olması, enflasyon hedefine ulaşma niyetine güveni artırır.

Para politikası uygulaması, aktarım sürecinde belirsizlikler ve gecikmeler içermektedir<sup>22</sup>. Bu belirsizlikler ve gecikmeler, iktisadi birimlerin, politikaların performansını gözlemlemesini zorlaştırır. İktisadi birimlerin para otoritesi uygulamalarını doğru bir şekilde haberdar olamaması para otoritesinin üzerindeki baskıyı artırır. Dolayısıyla hesap verilebilirlik ve şeffaflık para otoritesinin üzerindeki baskıyı ortadan kaldıran bir unsur haline gelmektedir. Örneğin, enflasyon hedeflemesi altında politika değişikliğinin açıklanması ve yeni politikanın ilan edilmesi, para politikasının beklentileri etkileme gücünü artırır (Carare,v.d.,2002: 7-11).

Kısacası şeffaflık ve hesap verilebilirlik para otoritesinin saygınlığını artıran bir unsurdur. Şeffaflık ve hesap verilebilirlik ile para otoritesinin saygınlığı arttığandan, para otoritesinin enflasyon hedefi ve iktisadi birimlerin enflasyon hedefi benzer hale gelmektedir. Bu da para otoritesinin ilan edilen hedefe daha çabuk ulaşmasını sağlar (Svensson, 1999b: 631-44).

Para otoritesinin şeffaflığı ve hesap verilebilirliği sağlaması için, enflasyon hedeflemesinin açık olarak kamuoyuna duyurulması gerekmektedir. Enflasyon hedeflemesi için sadece rakamsal hedefin değil; aynı zamanda takip edilecek fiyat indeksinin seçiminin ve enflasyon hedefinin ne kadar süreceğinin de iktisadi birimlere duyurulması gerekmektedir (Khan, 2003: 11-12).

Şeffaflık ve hesap verilebilirlik para otoritesinin enflasyon hedefi ile iktisadi birimlerin beklenti ve fiyatlama sürecini uyumlu hale getirirse bile enflasyon hedeflemesinin güvenilirliği için makro ekonomik istikrar en temel şartlardan birisidir.

<sup>22</sup> Para politikası uygulamasında belirsizlik önemli bir problemdir. Para politikasında belirsizlik içsel ve dışsal olarak ikiye ayrılabilir. Dışsal belirsizlik siyasal ve uluslararası gibi herhangi alandan kaynaklanabilir. İçsel belirsizlik ise para politikasını araçları ile aktarım kanallarında meydana bilgisizliktir. Bütün bu belirsizlik unsurları enflasyon hedeflemesinin amacını ulaşmada bir engeldir. Para otoritesi bu tür engellerle karşılaştığı zaman nasıl davranacağını da önceden planlamak zorundadır bkz:Çolak, Baydur, Süslü, 2004.



### 3-Makro Ekonomik ve Siyasal İstikrar

Enflasyon hedeflemesinin önemli koşullarından biri makro ekonomik istikrarın sağlanmasıdır. Makro ekonomik istikrarsızlıklar, para otoritesini diğer nihai amaçlar ile çatışma haline getirebilmektedir. Bilhassa gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasalarda ve döviz kuru piyasasında ortaya çıkan istikrarsızlıklar enflasyon hedeflemesi için risk taşımaktadır. Dolarize olmuş, finansal piyasaları istikrarsız ve sığ olan bir ekonomide para politikasının etkisi kısıtlanacağından enflasyon hedeflemesinin başarı şansı azalmaktadır.

Makro ekonomik istikrarsızlık  $\sigma_\eta$  nedeniyle artan belirsizlik hem para otoritesinin araçlarını etkin kullanmasını zorlaştırır hem de iktisadi birimlerin fiyat beklentilerini yükseltir. Para otoritesinin politika araç setine  $x^p$  denilecek olursa, para otoritesinin belirsizlik altında kayıp fonksiyonunun minimizasyonunda elde edilen politika seti aşağıdaki gibi tanımlanabilir.

$$P = f(x^p) = f\left(A + \frac{v}{1 + \sigma_\eta}\right) \quad (47)$$

(47) nolu denklemde  $v$  ekonomideki dışsal şokları,  $p$  fiyatları,  $A$  para otoritesinin enflasyon nefret katsayısını göstermektedir. Ekonomideki herhangi bir şok karşısında para otoritesinin araç kullanımı ekonomideki istikrarsızlığın derecesi ölçüsünde kısıtlanır. Yukarıdaki denklemde de görüldüğü üzere, politika yapıcısının şoklara tepkisi  $\left(\frac{1}{1 + \sigma_\eta}\right)$  terimine bağlıdır.  $(1 + \sigma_\eta)$  terimi büyüdükçe yani

ekonomideki istikrarsızlık artıkça, para otoritesinin politika araçlarını kısıtlayacaktır. Dolayısıyla para otoritesinin enflasyon hedeflemesi üzerindeki başarısı ekonomideki istikrarsızlığın azalan bir fonksiyonudur. Bu durum enflasyon hedeflemesinin uygulama şansını azaltan bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır (Çolak, Baydur, Süslü, 2004: 102-3).

Makro ekonomideki belirsizlik/istikrarsızlığın artması fiyatlar genel düzeyinin kontrolü giderek zorlaştırmaktadır.  $\sigma_\eta$  ekonomideki istikrarsızlığın artması faizleri de yükselterek maliye politikasında da istikrarsızlığı da beraberinde getirecektir. Çünkü para politikasından ziyade enflasyonla mücadele de maliye



politikası daha önemlidir. Maliye ve para politikası birbiriyle uyumlu olmalıdır (Baydur ve Süslü, 2004). Para politikası tek başına enflasyonla mücadele etmede yeterli değildir. Enflasyon hedeflemesinin başarılı olmasında belki de en önemli unsur güçlü mali durumdur. Bir ülkedeki bütçe açıkları, ya para basılarak ya da iç borçlanmaya gidilerek kapatılır. Bütçe açıklarının para basılarak; yani para otoritesinin kaynaklarına başvurularak kapatılması enflasyon hedeflemesinin güvenilirliğini azaltan bir unsur olmaktadır. Bu aynı zamanda para otoritesinin enstrümanlarını etkili bir şekilde kullanma imkanını da kısıtlar. Yine bütçe açıklarının iç borçlanma ile kapatılması para otoritesinin enflasyon hedeflemesinde kullandığı en önemli gösterge olan faiz oranlarının işlevliliğinin kaybetmesi anlamına gelmektedir (Schaechter, v.d., 2000: 18-9).

Ekonomideki makro istikrarsızlıklar faizleri yükseltecektir. Faizlerdeki yükseliş ekonomiyi etkileme süreci oldukça karışıktır ve başlangıç şartlarına bağlıdır. Eğer ekonominin borçlanma ihtiyacı yüksek ise, faiz yükselişi maliyetleri artırarak enflasyonu yükseltecektir. Faizlerin yükselmesi dışa açık bir ekonomide kurları da etkileyecektir.

Faiz ve kur etkileşimi çok farklı kanallardan olabilmektedir. En basit etkileme kanalı, dışa açık bir ekonomide faiz ve kur getiri olarak bir birine rakip iki finansal araç olabilmektedir. Faizler yükselince kurlar yükselmektedir (Obstfeld, 1996: 2-10). Bunun yanında faizler yükselince finans sisteminde ters seçim tehlikesi artar. Bankacılık sektörü yanlış krediler verir. Bu kredilerin batması hem maliyetleri artırır, hem de büyüme hızını olumsuz etkiler. Bütün bu gelişmeler beklentileri kötüleştirerek ülkenin parasına olan güveni azaltır ve döviz kurunun değer yitimi hızlanır (Stiglitz ve Weiss, 1991: 1-45). Döviz kurundaki artışın fiyatlar genel düzeyini etkilemesi, ekonominin dış kaynak kullanım dercesine bağlıdır. Eğer ekonomi yoğun bir şekilde dış kaynak kullanıyor ise, döviz kurundaki değişimler fiyatları, fiyatlardaki değişimler de ücretler genel düzeyini etkileyecektir. Bu süreç de enflasyon hedeflemesini başarısız kılacaktır.

Çağdaş makro ekonomik ortamda bütün fiyatlar birbirine bağlıdır. Özellikle beklentiler ve ekonomideki istikrarsızlığın birbiri beslediği kabul edildiğinde herhangi bir makro ekonomik politikanın sonucu sadece seçilen aracın kendisine

bağlı değildir; ekonomideki beklentilere ve makro ekonomik istikrarsızlığa bağlıdır (Kirmanoğlu, 1999: 30-2).

Ekonomideki istikrarsızlık ve beklentiler, temel makro fiyatlar arasındaki karşılıklı etkileşim ekonomi politikasının önüne ciddi bir engel olarak ortaya çıkmaktadır. Örneğin faizlerin yükselmesi enflasyon hedeflemesinde önemli bir aracın devre dışı kalmasına neden olur. İleriye dönük taahhüt politikası uygulanamaz. Belirsizlikteki artış faizleri yükselteceğinden, eğer kamu açığı da varsa, kamu borçlanması da artacaktır. Kamu borçlanmalarındaki artış, eğer ekonomi Non-Ricardian ise, enflasyonu artıracaktır. Bu tür ekonomik ortamlarda para arzı da dolayısıyla faizler de içsel değişken haline gelecektir (Woodford, 2000:1-70).

Yüksek makro istikrarsızlığın yaşandığı ekonomilerde faiz, kur ve enflasyon arasındaki ilişkiler doğrusal yönlü olarak düşünülmemelidir. Daha kaotik ve karışık bir etkileşim süreci bulunmaktadır. Ekonomideki istikrarsızlık bu üç değişkenle ilgili hedeflerin elde edilmesini veya kontrolü zorlaştırmaktadır. Bu durumda enflasyon hedeflemesinde kritik bir rol oynayan fiyatların esnekliği ve uyumu ekonomideki belirsizlikle beraber ortadan kalkar (Faust ve Handerson, 2004: 1-30).

Ekonomik istikrar kadar siyasi istikrar da enflasyon hedeflemesinin başarılı olabilmesi için önemli bir koşuldur. Siyasal istikrarsızlık güvenlik gibi verimli olmayan alanlara yapılan harcamaları artıracığından, enflasyon hızlanacak, dolayısıyla bu tür toplumlarda enflasyon hedeflemesinin başarı şansı azalacaktır (Rodrik, 2000: 1-15). Özellikle gelişmekte olan ülkeler siyasi istikrarsızlık yüzünden temel ekonomik problemler hakkında tercihlerini net olarak ortaya koyamazlar. Ekonomideki yapısal problemler sürekli olarak bir sonraki kuşağa ötelenir. Bu öteleme süreci mevcut ekonomik problemlerin daha da ağırlaşmasına ve çözümünün güçleşmesine yol açtığından, ekonomideki belirsizliği de artırır. Dolayısıyla temelde ekonomilerin karşılaştığı istikrarsızlığı azaltmanın en önemli şartı mevcut yapısal problemleri çözmekten geçmektedir. Bu çözümlerin olabilmesi içinde siyasi istikrar, olmazsa olmaz bir koşuldur. Çünkü her türlü yapısal ekonomik tedbir, ekonomi üzerinde siyasi bir tasarruf veya dönüşüm istediğidir (Soylu, 1997).

Bu bağlamda kamu finansmanının ciddi bir vergi sistemi ile desteklenmemesi, vergi probleminin gelecek kuşaklara bırakılması, beraberinde ciddi

ekonomik problemler getirmiştir. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesinin ön koşullarından birisi de siyasal istikrardır. Siyasal istikrar toplumda fiyat istikrarı ile ilgili bir konsensüs oluşturduğu ölçüde ekonomik amaçlara ulaşılacaktır. Bu çalışma açısından önemli olan nokta ekonomik istikrar ile siyasal tasarruflar arasındaki bağıdır. Ekonomi yönetiminin sürekli bir şekilde değişik araçlarla piyasalara müdahalesinin getirdiği olumsuz etkilerin; yani ihtiyari politikaların enflasyonist eğilimin önüne geçilebilmesi için, politika yapıcısının kısıtlanması gerekmektedir. Bu tür düzenlemeler ne kadar etkin bir şekilde yapılabilirse ekonomideki belirsizlik de o ölçüde azalacaktır (King, 1999: 171-2).

Mali ve makro ekonomik istikrarın sağlanması ile ilgili yapılacak kurumsal düzenlemeler, para otoritesinin hem araç bağımsızlığını sağlar; hem de hükümete para otoritesinin kaynaklarını kullanmada kısıtlamalar getirir. Yapılan kurumsal düzenlemeler iktisadi birimlere enflasyon hedeflemesinin kararlılığı ile ilgili sinyaller yollar. Bu da güvenilirliği ve enflasyon hedefine ulaşma şansını artırır (Carare, v.d., 2002).

## **B- Enflasyon Hedeflenmesinin Tasarlanması ve Uygulanması**

Enflasyon hedeflemesi rejiminin yürütülebilmesi için para otoritesinin enflasyon hedeflemesinin iskeletini oluşturması gerekmektedir. Enflasyon hedeflemesinin iskeleti dört kısımdan oluşmaktadır. Birincisi para otoritesinin hedef bir endeks belirlemesi gerekmektedir. İkincisi, hedefin endeks mi yoksa oran mı olacağını kararının verilmesidir. Üçüncüsü ise hedeflediği endeks için hedef aralığını belirlenmesidir. Enflasyon öngörüsü için kullanılacak göstergelerin ve metodolojinin oluşturulması ise dördüncü kısımdır.

### **1-Fiyat Endeksinin Seçimi**

Uygun fiyat endeksinin seçimi güvenilirlik ve kontrol edilebilirlik arasındaki dengeye dayanır. Ülke deneyimlerinden ortaya çıkan sonuç TÜFE'nin enflasyon hedeflemesinde istikrar sağlanacak büyüklük olarak seçilmesinin daha uygun olduğu yönündedir. TÜFE'nin iktisadi birimlerin ekonomik hesaplarında ve kararlarında basitlik sağlamak ve kolay anlaşılabilirlik gibi önemli özellikleri bulunmaktadır. Bunun yanında sık sık basılıp yayınlanabilme özelliğine sahip olması, para otoritesi (merkez bankası) haricinde bir başka kurum tarafından

yayınlanabilmesi ve nadiren revize edilmesi gibi özelliği de sahip olması enflasyon hedeflemesi açısından önemli avantajdır. Bununla birlikte TÜFE'nin yapısında bulunan fiyat kalemlerinin para otoritesi tarafından kontrol edilmesinde güçlük yaşanmaktadır. Bazı kalemlerin aşırı istikrarsız olmaları para otoritesinin kamu ile olan iletişimde problem yaratmaktadır. Bu problem toplam TÜFE'den istikrarsız kalemlerin çıkarılması ile elde edilen temel TÜFE'nin kullanılması yoluyla çözümlenmiştir (Svensson, 1999a: 8-10).

Ancak temel (düzenlenmiş) TÜFE'nin toplam TÜFE yerine kullanılması bazı sorunları da beraberinde getirmektedir. Düzenlenmiş TÜFE iktisadi birimlerin tüketimlerini yansıtmaktan ve gerçeklikten uzaklaşır. Dolayısıyla hedeflenen enflasyon tutsa bile, bu durum iktisadi birimlere bir refah artışı olarak yansımaz. Bu durum iktisadi birimlerin beklentilerini olumsuz yönde etkileyebilir. Düzenlenmiş TÜFE'nin diğer bir olumsuz yanı toplam TÜFE arasındaki farklılığın bir belirsizlik yaratmasıdır. Eğer düzenlenmiş TÜFE iktisadi birim tarafından yeterince anlaşılmaz ise, ayrıca güvenilirlik problemi de yaratır (Agenor, 2002: 107-110).

## **2- Fiyat Seviyesi veya Enflasyon Hedeflemesi Kararının Verilmesi**

Uygun fiyat endeksinin seçiminden sonra problem, seçilen büyüklüğün derece olarak mı yoksa oran olarak mı hedefleneceğidir. Fiyat derecesi hedeflemesi ile enflasyon oranı hedeflemesi arasındaki seçim, her iki hedefin istikrar veya istikrarsızlığına bağlıdır. Fiyat derecesindeki göreceli düşüklüğün belirsizlik yaratırken, çıktıda da yüksek bir dalgalanmaya neden olmaktadır. Diğer taraftan enflasyon oranındaki yüksek belirsizlik ve çıktıdaki düşük dalgalanmalar para otoritesi için bir seçim problemi ortaya çıkarmaktadır. Pratikte bu problem para otoritelerinin düşük çıktı dalgalanmasını; yani enflasyon oranı hedeflemesini benimsemesi ile çözümlenmektedir (Svensson, 1996: 2-3).

Enflasyon hedeflemesinde para politikasının amacı gelecekteki enflasyonu hedeflediği bant içerisinde tutmaktır. Enflasyon hedeflemesi altında para otoritesi amacından uzaklaşabilir. Yani bandın dışına çıkabilir. Bu durumunda, banttan sapan enflasyon oranını dengelemeyi amaçlamaz. Örneğin, gerçekleşen enflasyonun hedefi aştığını düşünelim. Para otoritesi enflasyonu dengelemek için takip eden dönemdeki enflasyon oranını hedefin altına düşürmeyi amaçlamaz. Sadece tekrar hedef orana

dönme yi amaçlar. Para otoritesi enflasyon oranını hedeflediğinde gelecekte izleyeceği yolla ilgilenir (Faust ve Hendersen, 2004: 11-5).

Fiyat derecesinde hedef, fiyat endeks değerinin seçilmesidir. Burada amaç, fiyat endeks değerini sabit tutmaktır. Fiyat derecesi, ortalamanın altı bir enflasyonu ortalamanın üstü bir enflasyonun takip etmesidir. Enflasyon hedefinin tersine, fiyat derecesinde geçmişe dönük beklentiler önemlidir. Eğer fiyat derecesi hedeflemesinde, fiyat derecesi hedefi aşmış ise, hedeflenen fiyat derecesine dönülmesi için, fiyat derecesinin hedefin altına getirmek zorunluluğu vardır (Citu, 2002: 67-9).

Fiyat derecesinin enflasyon hedeflemesine bazı avantajları ve dezavantajları bulunmaktadır. Fiyat derecesinin, enflasyon hedeflemesine göre yararı, fiyat istikrarını sağlamak için fiyat derecesinde daha belirlilik sağlamasıdır. Yani uzun dönemde, fiyat derecesi hakkında belirsizliği azaltmaktadır (Mishkin ve Hebbel, 2002: 201-3). Bu uzun dönemli sözleşmelerin yapılmasını kolaylaştırırken, aynı zamanda dezenflasyon programlarının maliyetlerini azaltır.

Buna karşılık fiyat dereceleri enflasyon hedeflemesine nazaran daha fazla çıktı ve enflasyon değişkenliğine yol açar. Çünkü enflasyon hedeflemesi geleceğe dönük modellerdir. Fiyat derecesinin temel varsayımı geçmişe dönük bir model olmasıdır<sup>23</sup>. Bu durum para politikasını sürdürmeyi zorlaştırır. Aynı zamanda sabit bir endeks hedeflendiğinden, hedefin aşılması durumunda hedefe dönülmesi için hedeften daha aşağı bir endekse ulaşmak gerekliliği dezenflasyon tehlikesini de beraberinde getirmektedir (Srour, 2001: 7-10)<sup>24</sup>. Fiyat düzeyinin katılığından dolayı para politikası uygulamasında enflasyon oranı hedef olarak alınmaktadır.

Gerek enflasyon oranının gerekse fiyat derecesinin hedeflenmesi beraberinde bir başka problemi de getirir. Enflasyon hedeflemesinin her iki şeklinin katılığının da belirlenmesi gerekmektedir. Literatürde bu problem, nokta ve bant arasındaki seçim olarak ortaya konulmaktadır.

<sup>23</sup> Buna karşılık Srour (2001) yaptığı çalışmada geleceğe dönük modellerde bile fiyat derecesi hedeflemesi para otoritesi kayıp fonksiyonunu daha fazla minimize etmektedir.

<sup>24</sup> Örneğin hedefin 100 olduğunu düşünelim, şoktan dolayı hedef 110 çıksın, para otoritesi 100 endeksi hedefine ulaşmak için endeksi 90'a çekmelidir.



### 3- Hedefin Bant İçerisinde mi yoksa Nokta Hedefi İçerisinde mi Uygulanacağını Kararı

Para otoritesi, enflasyon hedeflemesi politikasını yürütmek için hedefleyeceği fiyat endeksini seçtikten sonra, seçilen fiyat endeksinin bir nokta hedefi mi yoksa bant hedefi mi olacağına karar verir. Bu aslında katı mı yoksa esnek enflasyon hedeflemesi mi seçeceğinin kararını da içerir.

Enflasyon hedeflemesinde bant uygulaması, şoklara karşı para otoritesinin daha esnek olmasını sağlarken; diğer taraftan para otoritesinin fiyat istikrarı dışındaki diğer amaçlarını da dikkate almasını sağlar. Bu esneklik sadece çıktı dalgalanmalarında istikrar sağlanmasında değil, aynı zamanda döviz kuru hareketlerine intibak sağlayacak mekanizmaların geliştirilmesinde etkilidir. Bunun yanında bantın genişliğinin seçimi, iktisadi birimlere para otoritesinin enflasyondaki dalgalanmaların ne kadarına tolerans göstereceği anlamına da gelmektedir (Schaechter, v.d., 2000: 10). Pratikte genelde nokta hedefinden ziyade bant hedefi uygulaması benimsenmiştir. Bunun temel sebebi, enflasyonun kontrolünde öngörülemeyen şoklar ve bunun yarattığı belirsizliktir. Enflasyonun kontrolünde kaçınılmayan hatalar enflasyonun hedefin dışına çıkmasına neden olmaktadır. Bu durumda nokta uygulaması sırasında kaybedilen güvenilirlik bant uygulamasından daha fazla olacaktır.

Bununla birlikte bant uygulaması para otoritesinin taahhüdünün gücünü azaltan bir unsur da olabilir. Bu durum bilhassa enflasyonu uzun bir geçmişe ve başarısız dezenflasyonu olan ülkeler için daha çok geçerlidir. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesinde bant seçimi, güvenilirlik ve esneklik arasında bir değiş tokuşa dayanır.

Bant uygulamasında bantın dar veya geniş olması; yani katı ya da esnek enflasyon hedeflenmesinin benimsenmesi de önem taşımaktadır. Katı enflasyon hedeflemesinde merkez bankası sadece enflasyonu sürdürmeye odaklanır. Esnek enflasyon hedeflemesi ise, merkez bankasının enflasyon yanında çıktı, döviz kuru gibi diğer büyüklükleri de göz önüne alması olarak nitelendirilir. Esnek enflasyon hedeflemesinde ortaya çıkan şoklara daha kademeli bir şekilde tepki verilir. Bunun sonucunda daha az çıktı ve enstrüman değişkenliği ortaya çıkar.

Bir dışsal şokun enflasyonu yükselterek hedefin dışına doğru yükseltmiş olduğunu varsayalım. Eğer para otoritesi katı enflasyon hedeflemesi izliyor ise, mümkün olan en kısa zaman içerisinde enflasyonu hedeflenen aralığa döndürmeye çalışacaktır. Katı enflasyon hedeflemesi ile ortaya çıkan aşırı aktivist politikalar döviz kurlarında ve faiz oranlarında büyük değişmelere neden olur. Böyle bir durum enflasyonda istikrar sağlayacağına istikrarsızlığı artıran bir unsur haline gelir.

Esnek enflasyon hedeflemesinde hedefi aşan enflasyon bu kadar kısa sürede tekrar hedefe döndürülmez. Burada amaç; enflasyonu daha kademeli şekilde hedefe ulaştırmaktır. Dolayısıyla esnek enflasyon hedeflemesi şoklar ve belirsizlik altında enflasyon hedeflemesi için daha uygun bir politika haline gelmektedir (Svensson, 1997b: 24-7). Bununla birlikte belirsizliğin olduğu bir ekonomide, esnek enflasyon hedeflemesi belirsizliği daha da artırır. Bu da iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerinin yükselmesine neden olur. Dolayısıyla katı enflasyon hedeflemesi ile başarı sağlandığında bu belirsizliğin ve beklentilerin azalacağı ortaya konmaktadır (Mishkin, 2000: 7-10).

#### **4-Uygulama Döneminin Seçilmesi**

Enflasyon hedeflemesinde sürenin seçilmesi para politikasının enflasyonu etkileme sürecine yani gecikmelere bağlıdır. Kısa vadeli süreç (bir yıl gibi) oldukça problemlidir. Kısa vadeli süreç kontrol edilme problemine yol açabilir. Kısa vadeli süreç ayrıca para politikası enstrümanlarında istikrarsızlığa yol açabilir. Kısa dönem içerisinde enflasyon hedefini yakalama çabası politik enstrümanların aşırı hareketliliğine yol açabilir. Kısa vadeli zaman sürecinin ortaya çıkardığı üçüncü problem ise çıktı dalgalanmalarına yeterli derecede ağırlık vermemesidir (Mishkin, 2000: 11-8).

Para politikasının enflasyonu etkileme sürecinde aktarım belirsizlikleri ve gecikmeler, enflasyon hedeflemesinin kısa dönem için seçilme şansını azaltmaktadır. Yine pratikte hiçbir para otoritesi diğer makro değişkenleri göz önüne almayan programı uygulamaya cesaret edemez. Bilhassa çıktı dalgalanmalarını göz önüne almak zorundadır. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesinin kısa dönem olarak uygulanması imkansız hale gelmektedir. Uzun dönem, hem bu olumsuzlukları gideren hem de ortaya çıkacak şokları da göz önüne alan bir süreç olmalıdır.



Bununla birlikte uzun dönem süreci içerisinde enflasyondan sapmalar meydana gelebilir.

Uygulamada seçilen zaman aralığı iki yıllık periyot olarak belirlenmektedir. Buna çoklu yıl uygulaması adı verilmektedir. Çoklu yıl uygulamasında (multi years targets) cari yıl için hedefler iki yıl öncesinden ortaya konmakta, aynı zamanda gelecek yılın hedefi de birlikte belirlenmektedir. Ancak gelecek yıllar için belirlenen hedefler zaman içerisinde değişebilmektedir. Dolayısıyla çoklu yıl uygulaması, uzun vadeli hedeflemeden farklılıklar içermektedir (Mishkin, 2000: 11-8).

### **C-Enflasyon Hedeflemesinin Avantaj ve Dezavantajları**

Para otoritesi, enflasyon hedeflemesi politikasında, döviz kurunun tersine ulusal ekonomiyi ve ekonomide meydana gelecek şokları göz önüne alan politikalar izleme şansına sahiptir. Parasal hedeflemenin tersine enflasyon ile para arzı arasındaki ilişki, hedefin tutturulması için kritik bir nokta değildir. Enflasyon hedeflemesi kamu tarafından kolaylıkla anlaşılması ve bu sayede şeffaf olması gibi anahtar bir avantaja sahiptir. Şeffaflık ve hesap verilebilirlik zaman tutarsızlığını ortadan kaldırır.

Enflasyon hedeflemesinin en önemli avantajı iktisadi birimler tarafından kolay anlaşılmasıdır. Para otoritesinin amacı iktisadi birimlerin beklentileri ile kendi beklentilerini uyumlaştırmak olduğundan, hedefin kolay anlaşılması bu beklentileri etkilemekte büyük avantaj sağlar. Diğer nominal çapa uygulamalarında para otoritesi hedeflediği nominal çapayı tutturmayı amaçlar. Bu durum para otoritesinin bağımsız para politikasını yürütme gücünü azaltır. Ekonomi şoklara karşı açık hale gelir. Buna karşılık enflasyon hedeflemesinde para otoritesi bağımsız para politikası yürütme gücüne sahiptir. Dolayısıyla para otoritesi dışsal veya içsel şoklara karşı para politikasını hedeflediği enflasyona uygun olarak yürütebilir. Bu avantaj özellikle beklenilmeyen şokların ortaya çıkması durumunda para otoritesinin güvenilirliğinin sürdürülebilmesi için hayati bir önem sahiptir.

Enflasyon hedeflemesinin en önemli dezavantajı, bir çok bilinmeyen faktör yüzünden enflasyonun tam veya mükemmel bir şekilde öngörülememesinden dolayı para otoritelerinin enflasyonu kontrol edememeleridir. Dolayısıyla enflasyon hedefini tutturmak, parasal toplam veya döviz kuru hedefine göre zordur (Demirhan,

2002: 26). Para politikası enflasyonu belirli gecikme ile etkiler. Dolayısıyla enflasyonu tutturmak zorlaşır. Bu açıdan bakıldığında gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesini uygulamak kolay gözükmemektedir. Çünkü gelişmekte olan ülke ekonomilerinin gerek kendi bünyelerinden kaynaklanan bir çok ekonomik yetersizlikler ve gerekse şoklara açık yapıları yüzünden enflasyon hedeflemesinin başarı şansı azdır.

#### **D-Enflasyon Hedeflemesinde Ülke Deneyimleri**

1990'larla beraber gerek gelişmiş ülkelerde gerekse gelişmekte olan ülkelerde ara hedeflere dayanılarak yürütülen politikaların krizler ile sonuçlanması, ülkeleri yeni arayışlara itmiştir. Bu yeni arayışların sonucu olarak birçok ülkede para politikası olarak enflasyon hedeflemesi benimsenmiştir. Enflasyon hedeflemesini uygulayan ilk ülkeler olan Yeni Zelanda ve Kanada bu çalışmada gelişmekte olan ülkelerde uygulanan enflasyon hedeflemesine örnek olarak değinilmiştir. Bununla birlikte Şili'de enflasyon hedeflemesini ilk uygulayan ve başarılı olan gelişmekte olan ülkedir. Çalışmada ilk olmaları nedeniyle bu ülkelerin enflasyon hedeflemesi deneyimleri üzerinde durulmuştur. Bununla birlikte ekonomik yapısı itibariyle Türk ekonomisine benzediği için Brezilya'nın enflasyon hedeflemesi deneyiminin gelişimi de aktarılmıştır.

Tablo 5'de enflasyon hedeflemesi uygulayan dört ülkenin, uygulama özellikleri verilmiştir. Tablodan da görüldüğü gibi, seçilen temel endeks TÜFE olmaktadır. TÜFE temel hedef olmakla birlikte merkez bankaları gıda ve enerjinin çıkarılmasıyla elde edilen temel TÜFE'yi de, toplam TÜFE'deki trendi gösterdiği için göz önüne almaktadırlar. Tablo 5'den görüldüğü üzere enflasyon hedeflemesini genellikle hükümet ve merkez bankası beraber belirlemişlerdir. Enflasyon hedeflemesi ister gelişmiş ister gelişmekte olan ülke olsun genel olarak bant olarak uygulanmıştır. Bant uygulamasının tercih edilmesinde enflasyonu kontrol altına almadaki belirsizlikler rol oynamıştır. Bununla birlikte güvenilirliğin sağlanması için deklere edilen bandın orta noktası genel olarak hedef seçilmiştir. Bant aralığı gelişmiş ülkelerde +/- % 1 iken, gelişmekte olan ülke deneyimlerinde bu oran daha da artmaktadır. Bant aralığının belirlenmesinde enflasyon hedeflemesine başlangıcındaki enflasyon oranı ve ülkedeki enflasyonist geçmiş rol oynamaktadır.

Enflasyon hedeflemesinin olmazsa olmaz koşulları olan iletişim ve hesap verilebilirliğin enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerde önemle üzerinde durulduğu gözlenmektedir. Ülkeler enflasyon veya para politikası raporları ile iletişimi sağlamaya çalışmaktadırlar.

Tablo 5'deki ülkelerin enflasyon deneyimleri daha detaylı verilmiştir. Bu tablo incelenerek, pratikte enflasyon hedeflemesinin nasıl işlediği, enflasyon hedeflemesinin ön şartları ve sonuçları daha kolay değerlendirilebilir.



**Tablo 5: 4 Ülkede Enflasyon Hedeflemesinin Tasarımı ve Yürütülmesi**

Ülke	Başlangıç Tarihi	Seçilen Endeks	Bant Aralığı	Seçilen Dönem	Çıkış Maddesi	Hesap Verilmesi	Hedefin Belirlenmesi,	Bilgilendirme
Brezilya	Haziran 1999	Temel TÜFE	1999: %8 (+-2)	1 yıl	Yok	Maliye bakanlığına açık mektup	Merkez bankası hükümete danışarak	Enflasyon öngörülerinin olduğu enflasyon raporu
Kanada	Kasım 1991	TEMEL TÜFE(Gıda-enerji ve dolaylı vergiler hariç)	1991:% 3-5 1992:%2-4 1994:%1.5-3.5 1995-2004:%1-3	1991:22 aylık bir periyot 1992'den günümüze: çoklu yıl uygulaması	Olağüstü durumlarda hedefin revizyonu	Kamu açıklaması	Hükümet ve merkez bankası beraber	Para politikası raporu;bir yıllık enflasyon öngörüsü
Şili	Temmuz 1991	Temel TÜFE	1991:%15-20 1992:%13-16 1993:%10-12 1994:%9-11 1995:%8 1999:%4,3 2000:%3.5 2001'den günümüze:%2-4	1991-2000'li yıllar arasında bir yıl 2001'den itibaren belirsiz	Yok	Yok	Merkez bankası	Enflasyon raporu
Yeni Zelanda	Mart 1990	Temel TÜFE(1999 yılından itibaren faiz oranlarının çıkarılmıştır)	1990:%3-5 1992:%1,5-3,5 1993-1996:%0-2 günümüze:%0-3	1990-1992:bir yıl 1993-1996 çoklu yıl 1997'den günümüze belirsiz	Beklenmeyen olaylarda	Kamu açıklaması	Hükümet ve merkez bankası ortak	Enflasyon raporu

Kaynak: Mishkin ve Hobbel

## 1- Yeni Zelanda Deneyimi

Yeni Zelanda'nın enflasyon hedeflemesi deneyimi para politikası için yeni bir yaklaşım olmuştur. Yeni Zelanda Merkez Bankası 1990 yılında açık olarak enflasyon hedefini deklere etmesinden sonra, gelişmiş ülkelerden 1991 yılında Kanada, 1992 yılında da İngiltere; gelişmekte olan ülkelerden ise, 1990 yılında Şili, 1994 yılında da Brezilya benzer politikalar uygulamışlardır.

Günümüzde OECD ülkeleri içerisinde Yeni Zelanda en iyi büyüme oranına ve en iyi enflasyon performansına sahip ülkedir. Böyle bir ekonomik sonucun ortaya çıkmasının nedeni 1990'da başladığı enflasyon hedeflemesi uygulamasıdır.

Yeni Zelanda Merkez Bankası 1980'lerin ortasına kadar İngiltere Merkez Bankası gibi hareket ediyordu. Banka, maliye bakanının önerilerini gerçekleştirmekte ve dolayısıyla ihtiyari politika izlemekle yükümlüydü. Bu yasal yapı altında banka hem işsizliğe, hem çıktıya, hem de enflasyona yönelik politikalar izliyordu. Uygulanan ihtiyari politikalar Yeni Zelanda'yı OECD'nin en kötü enflasyonuna sahip ülkelerden biri haline getirmiştir (Brash,1999).

Yeni Zelanda'nın uyguladığı ihtiyari politikalar sonucu 1950-1985 yılları arasındaki büyüme ortalaması, OECD ortalaması altında kalmıştı. Hükümet büyüme hızını OECD ortalamasına getirmek için nominal faiz oranlarını düşürmüştü. Bu politika uygulaması yüksek bir enflasyonun ortaya çıkmasına neden olmuştu. 1984 yılında yaşanan döviz kuru krizi Yeni Zelanda'yı da etkilemiştir. Kriz, ödemeler bilançosunda açıklara neden olmuş ve sürdürülemez bir hale getirmiştir. 1984 yılında yeni hükümetin başa gelmesi ile farklı bir ekonomik program ortaya konulmuştur. Bu yeni program makro ekonomik politikalar ile destekli finansal serbestleşmeyi öngörüyordu. Finansal serbestleşme ile beraber 1985 yılında Yeni Zelanda Doları dalgalanmaya bırakılmış ve paranın kontrolü Merkez Bankasına verilmiştir. Finansal serbestleşmeyle beraber Merkez Bankasının sadece tek bir hedefe yönelik para politikaları izlenmesi öngörülmüştür. Böylece yeni dönemde bankanın görevi fiyat istikrarını sağlamak olmuştur. Banka, artan finansal serbestleşme altında enflasyon ile parasal enstrümanlar arasındaki ilişki ortadan kalktığından, enflasyonla mücadeleyi parasal çapalar yardımı yürütmeye çalışmıştır (Fischer, v.d., 1994: 39). Merkez Bankasının gözlemlediği en önemli büyüklük

gecelik faiz oranları olmuştur. Para politikası 1989 yılına kadar bu şekilde yürütülmüştür.

### **a- Yeni Zelanda'da Enflasyon Hedeflemesine Geçiş ve Uygulama Sonuçları**

Yeni Zelanda 1984 yılından itibaren nihai hedef olarak enflasyonu düşürmeyi amaçlamıştır. Hükümetin amacı, enflasyonu en azından ticari partnerlerin seviyesine indirmektir. 1984 yılından beri enflasyonu düşürmek için ortaya konan politikaların istenilen sonucu yaratmaması, yeni politika araç ve uygulamalarına olan ihtiyacı arttırmıştır. 1990 yılından itibaren yeni ekonomik reformlar ortaya konulmuştur. Bu reformların dayandığı temeller şunlardır:

1-Para politikası sadece fiyatları etkileyebilir. Dolayısıyla para otoritesinin görevi fiyatlarda istikrar sağlamaktır.

2-Fiyat istikrarının sağlanabilmesinin yolu, açık olarak hedeflenen enflasyonun ortaya konulması ve yasal bir zemine bağlanmasıdır.

3-Fiyat istikrarını gerçekleştirmenin yolu Bankanın bağımsız olmasından geçmektedir. Bu doğrultuda, Banka ile Hükümet arasında bir yıllık olarak düzenlenen sözleşmeler yapılmıştır. Bu sözleşmeye göre Hükümet, Bankanın fiyat istikrarı hedefine ve bu hedefe yönelecek para politikasını yürütmesine herhangi bir müdahalede bulunmayacaktır.

4- Bununla birlikte Banka, ortaya koyduğu hedeften ve yürüttüğü para politikasından sorumluydu ve hesap vermek zorundaydı. Banka her altı ayda bir parlamentoya enflasyonun durumu ve genel gidişatı hakkında rapor vermekle yükümlüydü. Bu raporlara da Para Politikası Demeçleri (Monetary Policy Statement) adı verilmiştir. Merkez Bankası başkanı ortaya konulan hedeflere ulaşıp ulaşılmamasından sorumluydu. Başkanın Hükümet ile yapılan sözleşmeye istinaden yetersiz kaldığı tespit edilir ise görevine son verilebiliyordu.

Enflasyon hedeflemesinin başarılı olması için ön koşulların sağlanması gerektiğini bilen Yeni Zelanda, enflasyon hedeflemesi için ön koşullar olan bağımsız ve tek hedefi fiyat istikrarı olan para otoritesini yaratmaya çalışmıştır. Bu anlamda Yeni Zelanda'da reformlar ile beraber Merkez Bankası yasası çıkarılmıştır.



Bu yasaya göre Merkez Bankasının nihai amacının fiyat istikrarı olduğu ortaya konulmuştur. Yine bu yasa ile Merkez Bankası fiyat istikrarını sağlamakla sorumlu idi. Merkez Bankası fiyat istikrarı konusunda da hesap verebilir bir konumda idi (Fischer, v.d. ,1994: 35-6). Böylece enflasyon hedeflemesinin başarısı için şeffaflık ve hesap verilebilirlik ortaya konulmuş oluyordu.

Bu yasanın en önemli özelliği Merkez Bankası ile Hükümet arasındaki ilişkilerin bir antlaşma ile yasaya bağlanması olmuştur. Bu antlaşma Politika Hedefleri Antlaşmasıydı (PTA). PTA'ya göre para politikasının yürütülmesi için ekonomik hedeflere hükümet adına ekonomi bakanı ile Merkez Bankası beraber karar vereceklerdi. Antlaşmaya göre, Merkez Bankası antlaşma süresi içerisinde para politikasını yürütme gücünü elinde bulunduracaktı. Ancak ortaya konan bir hedeften sapma olduğu takdirde Hükümetin başkanı cezalandırma sürecini başlatması öngörülmüştür. PTA ile enflasyon hedeflemesinin iki önemli unsurunu yerine getirilmiştir. Merkez Bankası ortaya konan hedeften hem sorumluydu hem de hesap vermek zorundaydı. Dolayısıyla PTA başarılı bir enflasyon hedeflemesinin temelini oluşturulmuştur.

1990 yılında ortaya konan ilk PTA'da açık olarak enflasyon hedeflenmiştir. Teorik bölümde gösterildiği üzere Yeni Zelanda enflasyonu açık olarak deklere etmesiyle "Tam Enflasyon Hedeflemesi" uygulamasına geçmiştir. İlk PTA'ya göre fiyat istikrarı TÜFE'nin yıllık artışının % 0-2 bandı arasında kalması olarak ortaya konulmuştur. Ancak para politikasının amacı bundan ziyade bandın orta noktası olmuştur. Böylece Yeni Zelanda Merkez Bankası, bir yandan enflasyonu etkileyen birçok unsur olduğundan esnek enflasyon hedeflemesi uygularken, bir yandan da güvenilirliği kazanmak için katı enflasyon hedeflemesi uygulamaktadır.

Her ne kadar hedef toplam TÜFE olarak ortaya konulsa da, para politikası düzenlenmiş TÜFE'ye göre yönlendirilmiştir. Düzenlenmiş TÜFE'de ev harcamaları ve ipotek maliyetleri bulunmamaktaydı. Bu kalem Merkez Bankasına göre faiz değişimleri ile önemli bir korelasyon içerisindeydi ve politikanın başarısı için izole edilmesi gerekiyordu.

Aralık 1990 yılında PTA sözleşmesi yenilendi. Bu antlaşmaya göre Aralık 1993 yılına kadar TÜFE'deki artışın % 0-2 arasında kalması öngörülmüyordu.



Antlaşmada ayrıca doğal afetler veya Merkezi Hükümetin politika değişikliği durumlarda açıkladığı hedefin dışına çıkabileceği de deklere edilmiş bulunmaktaydı (PTA, December 1990). Böylece çıkış stratejisi de ortaya konmuş oluyordu. Aralık 1992 yılında Hükümet ile Banka arasında yeni bir sözleşme yapıldı. Bu sözleşmeye göre; 1990 yılında yapılan sözleşmede olduğu gibi hedefin TÜFE’de yıllık olarak % 0-2 arasında artması öngörüldü. 1992 yılındaki antlaşmada 1990 yılında belirtilen çıkış stratejileri tekrar yenilendi. 1996 Aralığında dördüncü PTA sözleşmesi yapıldı. Bu PTA’nın diğerlerinden farkı Bankanın fiyat istikrarı yanında, Yeni Zelanda ekonomisinin işsizlik ve ekonomik büyüme politikalarına da destek verilmesi öngörülmüyordu. Bu doğrultuda hedeflenen yıllık Tüfe artışı % 0-3 arasındaydı. Yine bu sözleşmede çıkış stratejisi tekrarlanıyordu. Banka enflasyon beklentilerinin daha iyi bir çapa olduğuna karar verdi. Döviz kuru veya faiz daha az önemli hale geldi. Çünkü artan sermaye hareketleri ile beraber gerek faiz gerekse döviz kurunun para politikasının gerçek durumunu yansıtmadığı düşünülmekteydi (RBNZ Bulletin,1996: 233). Banka bu tarihten sonra hem döviz kurunun hem de faizi içeren bir oran kullanmaya karar verdi. Banka para politikası enstrümanlarını kullanarak reel döviz kuru ve reel faiz oranlarını dolaylı yoldan etkileyerek talebi etkilemeye çalışacaktı. Bankanın düşüncesine göre para politikasının yürütülmesindeki beklentilerin değişimi, enflasyonun değişmesine de neden olmaktaydı (PTA, 1999). Dolayısıyla Banka beklentileri etkileyebilmek için Parasal Durum Göstergesi (MCI) adı altında bir oranı gösterge olarak seçti ve deklere etmeye başladı. MCI döviz kuru oranının ve faiz oranının kombinasyonundan oluşmaktaydı.

$$MCI = \alpha(r_t - r_b) + \beta(q_t - q_b) + 100$$

Denklemden  $r$  ve  $q$  sırasıyla faiz oranını ve döviz kuru oranını vermektedir.  $t$  indisi cari zamanı  $b$  indisi de seçilen baz yılını göstermektedir. MCI direkt enflasyonu etkilemekten ziyade ekonomideki talep baskısını ortaya koyan bir göstergedir. Eğer gerek döviz kurunun gerekse faiz oranının cari oranı ile seçilen baz yılı oranı aynı ise MCI yüze eşit olacaktır. MCI’nın yüzü aşması ekonomideki talep baskısının bir göstergesidir (RBNZ Bulletin, 1996: 225). Böyle bir durumda para otoritesi sıkı bir para politikası izleyerek talep baskısını azaltmaya çalışacaktır.

1997 yılında tekrar yenilenen PTA'da en önemli değişiklik bankanın hedeflediği enflasyon hedefi artık toplam TÜFE'de değil, düzenlenmiş TÜFE'di. Düzenlenmiş TÜFE (CPIX), toplam TÜFE'den ev harcamaları ve ipotek maliyetlerinin çıkarılması ile bulunmakta idi. Böylece Banka faiz oranlarını hesaplamadan çıkartarak, faiz oranını daha iyi bir araç olarak kullanma kapasitesine sahip oluyordu (Brash, 1999). Banka 1997 yılından, 1999 yılına kadar enflasyon hedefini CPIX'in yıllık atışının % 0-3 arasında olmasını hedef olarak belirledi. 1999 yılının altıncı PTA antlaşması yapıldı. 1999 yılının önemli bir özelliği Bankanın para politikasını yürütmesinde yaptığı değişikliktir. 1996 yılında uygulamaya konulan MCI'ya bu yılda son verildi. 1997 yılında Asya krizi ile beraber MCI'da büyük bir düşme görüldü, Banka MCI'nın etkisini ortadan kaldırmak amacıyla faizleri yükseltmiş ve sıkı para politikası izlemeye başladı. Bu durum 1999'da Yeni Zelanda'nın deflasyona girmesine neden oldu.

Banka 1999 yılından itibaren OCR adı verilen Resmi Nakit Oranı'nı kullanmaya başlamıştır (Mishkin ve Hebel, 2002). Banka gerek döviz kurundaki gelişmelere gerekse para politikası planı ile ilişkili parasal enstrüman olarak OCR'yi seçmiştir. Banka yılda sekiz kere yeni bilgilere ve döviz kurundaki gelişmelere istinaden OCR'yi güncelleyecekti. Bankanın amacı kısa vadeli faizleri etkileyerek parasal durumu etkilemekti. Eğer Banka politikada değişiklik yapacaksa OCR'yi değiştirecekti. Böylelikle iktisadi birimler Bankanın nasıl davranacağını sezinleyebileceklerdi (MPS, 1999: 20). Banka İlk OCR miktarını 4.50 olarak belirlemiştir. Banka 25 puanlık artış veya azalış öngörüyordu. Yine 1999 yılında imzalanan PTA'da, banka 2003 yılına kadar toplam TÜFE'de % 0-3 artış öngörmüştür.

Eylül 2002 yılında imzalanan yedinci ve en son PTA 1999 yılındaki PTA'da olduğu gibi bazı yenilikler içermekteydi. En önemli değişiklik fiyat istikrarı geleceğe dönük ve orta vadeli bir hedef haline gelmiştir. Böylece Banka ekonomideki şoklara karşı daha esnek hale gelmiştir (PTA, 2002). Banka nihai amacını fiyat istikrarı olarak ortaya koysa da, çıktındaki dalgalanmaları ortadan kaldırmayı da amaçlamamıştır. Fiyat istikrarının orta vadeli bir hedef haline gelmesi Bankanın diğer amacına ulaşmasını da kolaylaştırmıştır. 2002 yılında imzalanan PTA'da

bandın alt sınırı % 0'dan % 1'e yükseltilmiş böylece hedef TÜFE'nin yıllık artışı % 1-3 haline gelmiştir.

### **b- Yeni Zelanda'da Uygulanan Enflasyon Hedeflemesinin Değerlendirilmesi**

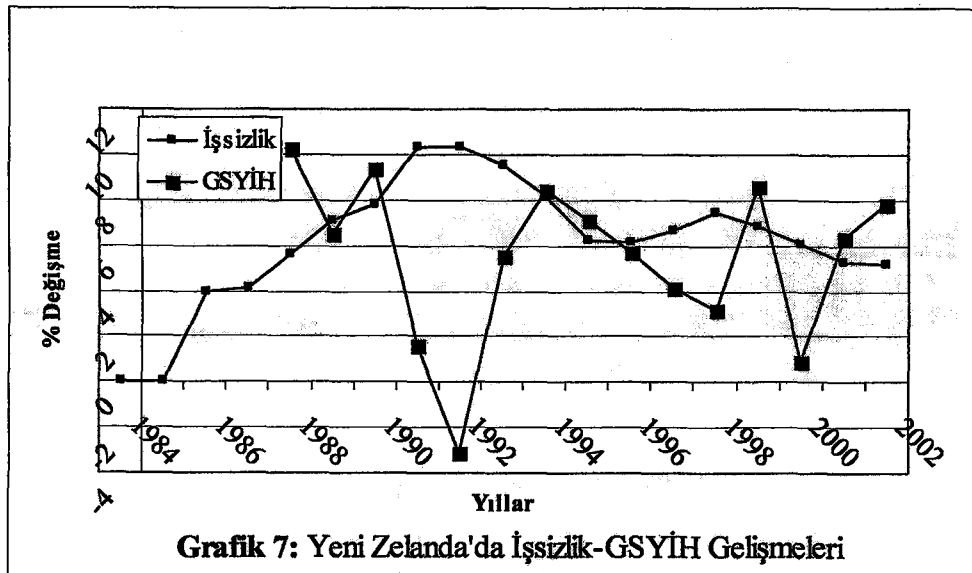
Yeni Zelanda ekonomisi enflasyon hedefine başlamadan önce OECD ülkeleri içerisinde yüksek bir enflasyona sahip bir ülkeydi. 1990 yılında enflasyon hedefine geçmesi ile beraber, bazı yıllar hariç enflasyonu hedeflediği enflasyon aralığında tutmayı başarmıştır. 1995 yılına kadar enflasyon % 0-2 aralığında kalmıştır. 1995 yılında enflasyon bu aralığı aşmıştır. 1996 yılıyla beraber Banka daha sıkı para politikası uygulamaya başlamıştır. Sıkı para politikası her ne kadar 1999 yılına kadar enflasyonu hedef aralığının içerisinde tutmayı başarmışsa da, 1999 yılında görülen kuraklıkla beraber ekonominin zarar görmesi, enflasyonu hedeflenen alt seviyenin altına düşürerek deflasyona sebep olmuştur. 2000 yılından itibaren enstrüman seçimindeki değişiklik ile beraber enflasyonun bant aralığında kaldığı gözlenmektedir. Yeni Zelanda'da enflasyon hedeflemesinin başarılı olduğu tablo 8'den de anlaşılmaktadır. % 15'lerde seyreden enflasyon düzeyinin % 0-3 bandı aralığına indirildiği ve bu bant aralığında bir istikrar sağlandığı görülmektedir.

Yeni Zelanda enflasyon hedeflemesi katı bir enflasyon hedeflemesi olduğundan, zaman içinde elde edilen çıktıda önemli dalgalanmalar yaşanmıştır. Ancak çıktının 1970'lerdeki, ve 1990'lardaki varyansına bakıldığında, 3,9'dan 2,6'ya gerilediği görülmektedir. Yine grafik 7'ye bakıldığında enflasyon hedeflemesi uygulamasıyla beraber işsizliğin yükseldiği görülmektedir. 2000'li yıllar ile beraber reel çıktıyı da dikkate alan politikaların izlenilmesi ile hem çıktıda artış sağlamış hem de işsizlik azalmaya başlamıştır. Sonuç olarak; enflasyon hedeflemesi ile beraber çıktındaki dalgalanmalar azalmış; ancak işsizlik artmıştır. Bankanın 2000'li yıllardan itibaren reel ekonomiye de dikkate almasıyla beraber, hem işsizlik düşüş trendine girmiş hem de çıktı artmaya başlamıştır. Nitekim bu tablo 6'da 2000 ve 2002 yılları arasındaki GSYİH değerlerine bakılarak da anlaşılabilir.

**Tablo 6: Y.Zelanda'da Enflasyon ve GSYİH Artış Oranları**

Yıllar	TÜFE Artış Oranları %		Reel GSYİH Artış Oranları%
	Hedeflenen	Gerçekleşen	
1989		7,4	-
1990	0-2	5,5	-
1991	0-2	1,6	-
1992	0-2	1,0	-
1993	0-2	1,4	-
1994	0-2	2,4	4,8
1995	0-2	3,7	3,4
1996	0-3	2,2	4,2
1997	0-3	1,1	2
1998	0-3	1,2	0,6
1999	0-3	-0,1	4,5
2000	0-3	2,6	2,6
2001	0-3	2,6	4,1
2002	0-3	2,6	3,9

(Aralık ayı itibariyle bir yıllık Tüfe artışı)

Kaynak: [www.stats.govt.nz](http://www.stats.govt.nz).**Grafik 7: Yeni Zelanda'da İşsizlik-GSYİH Gelişmeleri**

### c- Yeni Zelanda Enflasyon Hedeflemesi Deneyiminin Sonuçları

Yeni Zelanda enflasyon hedeflemesi uygulamasına devam etmektedir. Bununla birlikte 1990'da başlayan ve 14 yıldır uygulanan enflasyon hedeflemesinden bazı sonuçlar ortaya çıkmıştır. Çıkan bu sonuçları şöyle sıralanabilir:

1-Yeni Zelanda'da enflasyon hedeflemesi uygulaması yasal bir yol izlemiştir. Enflasyon hedeflemesi Hükümet ve bağımsız Merkez Bankası arasında yapılan sözleşmeye bağlı olarak sürdürülmüştür. Böylece iktisadi birimler hem hükümetin hem de Merkez Bankasının muhafazakar bir yapıya sahip olduklarını bildikleri için programa olan güvenleri artmış ve enflasyon beklentilerini ortaya konan hedef doğrultusunda değiştirmişlerdir.

2- Enflasyon hedeflemesi politikası bir dezenflasyon programından sonra uygulanmaya başlanmıştır.

3- Enflasyon hedeflemesinin uygulanmasının ilk yıllarında katı bir program izlenirken, 2000'li yıllardan itibaren işgücü ve GSYİH'da dalgalanmaları da dikkate alan esnek bir program izlenmeye başlanmıştır. Çünkü sıkı bir şekilde uygulanan enflasyon hedeflemesi, çıktı dalgalanmalarına yol açmaktadır.

4- Yeni Zelanda enflasyon hedeflemesinin temeli hesap verilebilirliğe dayanmıştır. Eğer enflasyon hedefi tutturulmaz ise başkanın görevinden azledilmesi mümkündür.

5- Yeni Zelanda enflasyon hedeflemesi deneyiminden çıkan diğer bir sonuç, küçük ve dışa açık bir ekonomide enflasyonu düşürmek ve düşük enflasyon seviyesinde tutmak için, enflasyonun dar bir bant içerisinde sıkı kontrol edilmesinin daha uygun olmasıdır.

6- Bir başka sonuç ise kamuya yönelik hesap verilebilirlik mekanizması ortaya konulduğu zaman ise güvenilirliğin ve esnekliğin artması olmuştur. Çünkü aşırı katı politikalar güvenilirliği sarsan sonuçlara yol açmaktadır.

7- Enflasyon beklentilerindeki değişim, enflasyon hedeflemesinin önemli bir parçasıdır. Dolayısıyla enflasyon beklentilerini olumsuz etkileyecek unsurların ortadan kaldırılması gerekmektedir. Bunun için bütçede fazlanın sağlanması, işgücü

piyahasında deregölasyon önlemleri alınması ve Bankanın araç bağımsızlığının sağlanması gerekliliği Yeni Zelanda deneyimi ile ortaya çıkmıştır (Brash, 2002).

## 2-Kanada Deneyimi

Kanada'da para otoritesinin amacı daima fiyat istikrarını sağlamak olmuştur. Para otoritesi kısa ve orta dönemde izleyeceği yolu ortaya koymak için ara hedeflerden faydalanmıştır. Bu doğrultuda Kanada 1975-1981 yılları arasında fiyat istikrarını sağlamak için M1 gibi bir parasal büyüklüğü hedeflemiştir. Ancak 1982 yılından itibaren finansal enstrümanların gelişmesi ile M1 değişkeni enflasyon arasındaki bağı kopması nedeniyle, bu değişkeni ara hedef olarak kullanmaktan vazgeçmiştir. Kanada para otoritesi 1991 yılına kadar fiyat istikrarını nominal çapa uygulamaksızın sağlamaya çalışmıştır.

Kanada enflasyon hedeflemesine yönelmesi, Yeni Zelanda'da olduğu gibi, politik otoritenin enflasyondaki memnuniyetsizliğinden kaynaklanmıştır. Kanada da enflasyonla mücadele etmek için para politikasında değişikliğe gidilmek zorunda kalmıştır. (Mishkin v.d.,1997:115).

Kanada'nın enflasyon hedeflemesi uygulamasında, Şubat 1992'de Hükümet tarafından yıllık bütçenin parçası olarak açıklanmasıyla başlamıştır (Freedman, 1995: 20). Hedef açık olarak fiyat istikrarına ulaşılacak yolu ortaya koyuyordu. 1992 yılı sonunda açıklanan ilk hedef Temel TÜFE'de % 3'lük bir artışı öngörüyordu (bu hedef 22 aylık bir süreyi kapsıyordu). Enflasyon hedefi, 1994'ün ortasından itibaren % 2.5 ve 1995'in sonundan itibaren de % 2 olarak öngörülmüştür. Uzun dönemli bu hedef yanında, kısa dönemli hedef de bulunmaktaydı. Kısa dönemde amaç, ortaya çıkacak fiyat şoklarını engellemektir. Ortaya konan bu kısa vadeli amaç ile, iktisadi birimlerin geleceği daha net bir şekilde öngörmeleri amaçlanmıştır.

Kanada para otoritesi için temel düşünce iktisadi birimlerin enflasyon beklentisini etkileyebilmektir. Dolayısıyla enflasyon hedefinin açık olarak belirlenmesi, iktisadi birimlerin beklentilerinin daha kolay etkilenmesine neden olacaktır. Her ne kadar kısa dönemde ilan edilen hedef enflasyon beklentilerini belirli bir gecikme ile etkilese de, 1992 yılında ilk hedefe ulaşılması, enflasyon hedefine olan güvenilirliği arttırmıştır.



### a- Kanada'da Enflasyon Hedefine Geçiş ve Uygulama Sonuçları

Kanada enflasyon hedefi uygulaması için takip edeceği büyüklük olarak TÜFE'yi seçmiştir. TÜFE'yi takip edilecek büyüklük olarak seçmesinin nedeni, enflasyonu ölçmede kullanılan ve iktisadi birimler tarafından kolaylıkla takip edilen büyüklük olmasıdır. Bununla birlikte aylık olarak açıklanmaya uygun ve istikrarlı bir büyüklük olması gibi teknik nedenler de Kanada'nın enflasyon hedeflemesinde takip edeceği büyüklük olarak TÜFE'yi seçmesinin diğer nedeni olmuştur. Banka her ne kadar toplam TÜFE'yi hedef olarak seçse de, uygulamada gıda ve enerjinin çıkarıldığı TÜFE'yi hedef almıştır. Bunu sebebi temel TÜFE'nin gelecek enflasyon oranı hakkında iyi bir öngörü yapma imkanı veren bir büyüklük olmasıdır. Dolayısıyla temel enflasyonu kullanmak gelecek Tüfe hedefini korumak için iyi bir yol gösterici olmaktaydı (Monetary Policy Report, 2001).

Enflasyonun öngörülmesinin ve para politikasının etkisinin, öngörülme zorlukları enflasyon hedefi etrafında bir bant uygulamasını zorunlu kılmıştır. Bandın artı eksi % 1 olması öngörülmüştür. Buna karşılık uzun dönemde amaç enflasyonun % 2 seviyesinde tutulmasını sağlamaktı (Monetary Policy Report, 2001).

Kanada para otoritesi, beklenilmeyen fiyat şoklarının enflasyonu hedefinden uzaklaştırması durumunda bir sonraki periyotta cari enflasyonu hedeflenen enflasyon ile birleştirmeyi amaç olarak benimsemiştir.

Banka enflasyon hedeflemesi politikasını izlerken hangi para politikası aracının kullanacağını açıklanmasına gerek görmemiştir. Çünkü enflasyon hedeflemesinde o an için gerekli olan para politikası aracı kullanır. Dolayısıyla para otoritesine bir esneklik sağlanır. Fakat para otoritesinin kullandığı para enstrümanı ile enflasyon arasındaki durumu gözlemlemek için çeşitli göstergeler mevcuttur. Bankanın önem verdiği nokta mal ve işgücü piyasasındaki arz ve talep açıklarıydı. Banka enflasyonu düşürme sürecinde bu açıkların anahtar rol oynadığı kanısındaydı. Banka aynı zamanda kredilerdeki büyüme, toplam harcama ve ücret ayarlamalarına gösterge olarak bakıyordu. Bankanın enflasyon hedeflemesi sırasında resmi olarak deklere ettiği enstrüman gecelik faizlerdi. Banka gecelik faizler için belirli bir hedef koyarak, kısa dönemli faizleri etkilemek amacındaydı. Gecelik faizlerdeki değişiklik kısa vadeli faiz oranlarının izleyeceği yolu gösteren bir sinyal olacaktı. Seçilen hedef



gelecekteki düşük ve durağan enflasyon ile uyumluluk göstermekteydi. (Monetary Policy Report, 2002). Enflasyon oranı bandın dışına çıkma eğilimi gösterdiğinde faiz oranları yükseltilerek, belirli bir gecikme ile, toplam talebin, kısılarak enflasyonun tekrar hedeflenen aralığa indirilmesi öngörülmüyordu.

1991'in ilk aylarında açıklanan hedefe ulaşılması konusunda ilk başlarda önemli şüpheler bulunmaktaydı. Bununla birlikte Kanada'nın o dönemde zayıf bir konjonktür içinde bulunması, artan globalizasyonun fiyat ve ücretler üzerinde baskı yaratması gibi nedenlerden dolayı, beklenen enflasyon hedeflenen değere doğru yönelmeye başladı. Sonuçta 1992 sonunda yıllık enflasyon % 2.1 olarak gerçekleşti.

1993 yılında seçilen yeni Hükümet ile para otoritesi yeni enflasyon hedefini birlikte açıkladılar. Merkez Bankasının enflasyon hedefi, 1998'in sonuna kadar % 1-3 bandı arasında kalmasını sağlamaktı. Hedefin bu şekilde 1998 yılına kadar uzatılmasının iki sebebi bulunmaktaydı (Freedman, 1995: 25).

1-Enflasyonu düşürmenin uzun bir süreç olduğu kabul edildiğinde, enflasyon için uzun bir süreç belirlemek gerekliliği.

2- Enflasyon sonuçlarını düzeltmek için zamana ihtiyaç duyulmasıdır.

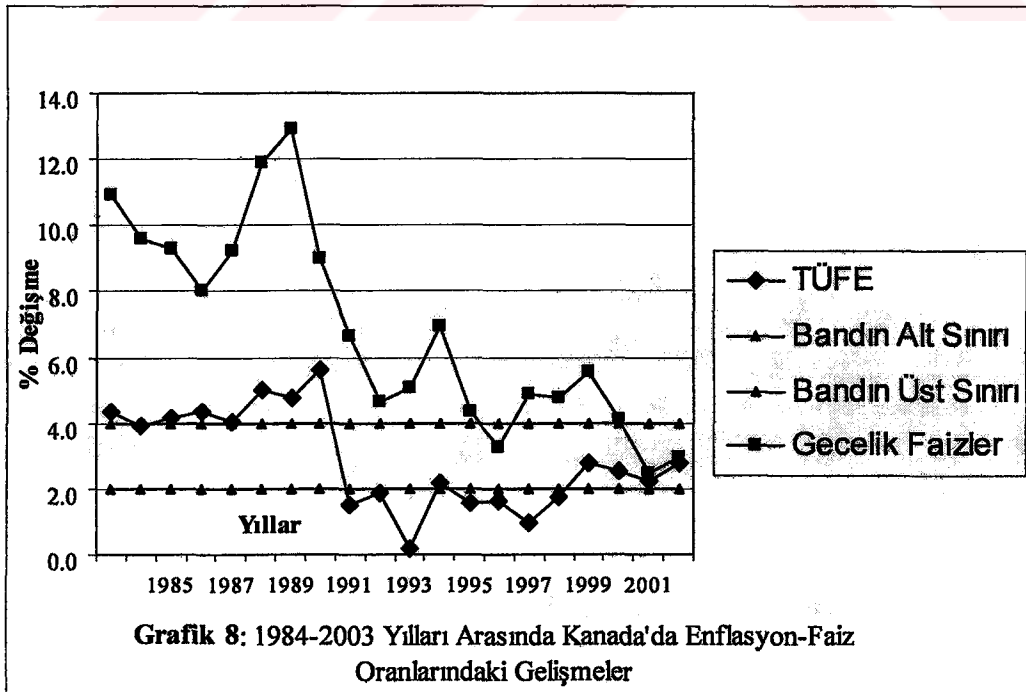
1993 yılında ortaya konan hedefin üzerinde durulan nokta bant değil, bandın orta noktası idi. 1991 yılındaki hedefte enflasyon için bir düşüş trendi yakalanması üzerinde durulurken, 1993 yılında açıklanan hedefte ise fiyatlarda istikrar sağlamak amacıyla bandın ortası hedef olarak seçildi. Eğer enflasyon bandın dışına doğru hareketlenme gösterirse, para otoritesi enflasyonu belirlenen bant değerine ulaşmadan tedbirleri almakla yükümlüydü.

1998 yılında, 2001 yılına kadar % 1-3'lük aralık uygulamasının devamına karar verildi. Merkez Bankası 17 Mayıs 2001 tarihinde yaptığı basın açıklaması ile 2006 tarihine kadar % 1-3'lük bant uygulama hedefini uzattığını açıklamıştır (Bank of Canada, 2001). Ancak Banka yine geçmişte olduğu gibi bandın orta noktası olan % 2'yi esas hedef olarak seçmiştir.

### b- Kanada'da Uygulanan Enflasyon Hedeflemesinin Değerlendirilmesi

Kanada enflasyon hedeflemesi politikasına başlamakla, enflasyon beklentisinde, enflasyonda ve faiz oranında düşme yanında, bu büyüklüklerin istikrarlı bir oranda kalmasını, aynı zamanda da ekonomik dalgalanmaları minimize etmeyi bekliyordu.

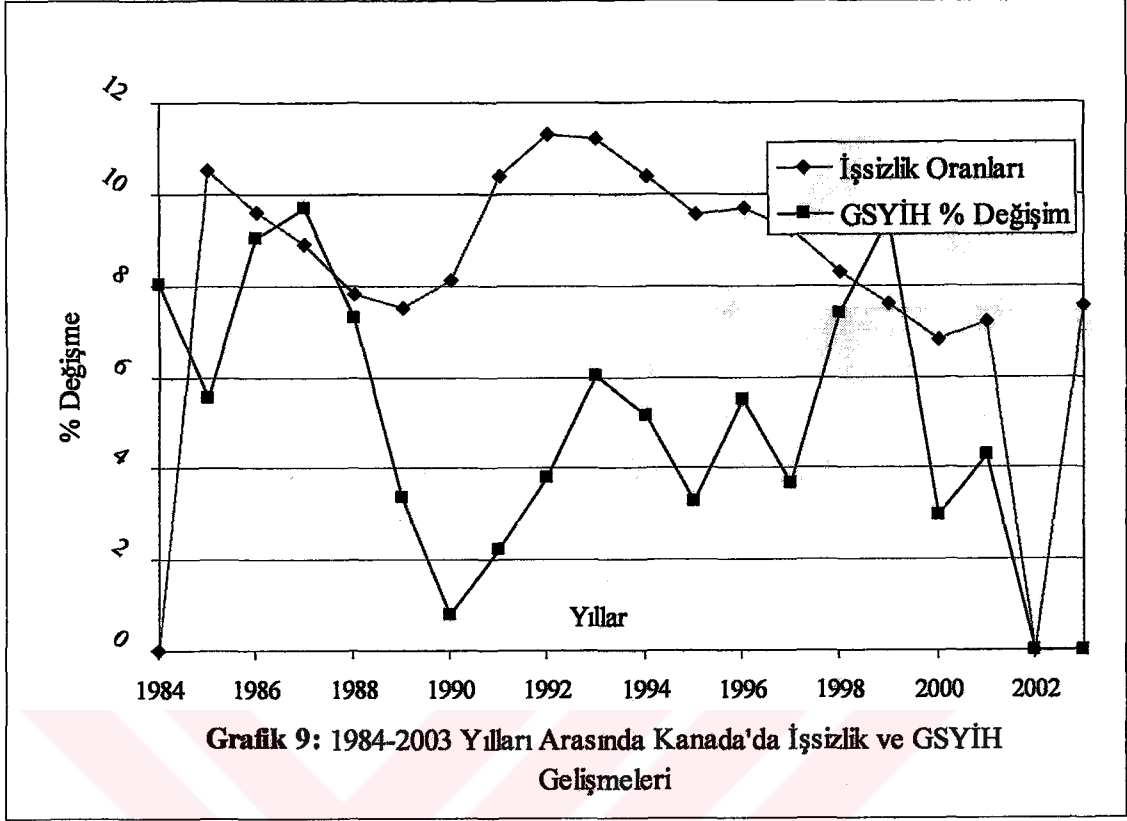
Grafik 8'e bakıldığında 1991 yılında % 6'dan fazla olan yıllık enflasyon oranı, enflasyon hedefinin deklere edilmesi ile beraber düşmeye ve hedeflenen aralıkta seyretmeye başlamıştır. 1991 yılında ortaya konan bu ilk hedefin tutmasında dışsal faktörler de etkili olmuştur (Thiessen, 2001. 27-8). Dünya ekonomisinde görülen resesyon, hammadde fiyatlarında beklenilmeyen düşme, enflasyonu bant aralığında tutmada etkili olmuştur. Deklere edilen ilk hedefin tutmasıyla beraber iktisadi birimlerin hedefe olan güveni artmıştır. Bu durum daha sonraki yıllarda enflasyonun hedef aralığında tutulmasında etkili olmuştur. Bazı yıllardaki uluslar arası konjonktürel hareketlerden dolayı enflasyondaki artış, bantın üst sınırını zorlasa da, enflasyon oranı bant içerisinde kalmayı sürdürmüştür. Kanada, enflasyon hedeflemesinin amacı olan enflasyon beklentilerinde ve enflasyonda hedeflediği oranlara ulaşmış ve bu oranı sürdürmeyi başarmıştır.



Enflasyonda yaşanan bu kalıcı düşmeye karşılık, büyümede beklenen başarı elde edilememiştir. 1991 yılında enflasyon hedeflemesine geçiş ile birlikte büyüme trendi beklenilmeyen bir düşüş içerisine girmiştir. Her ne kadar daha sonraki dönemlerde büyüme hızında bir iyileşme görülse de, büyüme trendindeki dalgalanmanın ortadan kaldırılamadığı ve büyümenin ABD'nin büyümesinin gerisinde kaldığı gözlenmiştir. Grafik 9'da da görüldüğü gibi Kanada ekonomisi, ardı ardına üç dönem boyunca sadece 1997-2000'li yıllar arasında büyümüştür. Büyüme sürecindeki bu dalgalanmaya, para politikası dışındaki faktörlerin etkili olduğu belirlenmiştir (Canadian Public Policy, 1998). Bilhassa maliye politikaları sonucunda ortaya çıkan bütçe açıkları büyümedeki dalgalanmaların sebebi olarak görülmüştür. 1989 yılında bütçe açığının GSYİH oranı % 3 iken, bu oran 1991 yılında % 4.73'e, 1993 yılında da % 6'ya yükselmiştir (IFS, 2003). Kanada deneyiminde, enflasyon hedeflemesinde başarı sadece para politikaları ile değil, para ve maliye politikalarının eşgüdümü ile yakalanabileceği sonucu çıkmıştır.

Kanada'da enflasyon hedeflemesinin başlaması ile beraber işsizlikte sağlanan azalma geçici olduğu grafik 9'a bakılarak söylenebilir. GSYİH'nın istikrarlı artış döneminde bile işsizlik oranı önce artmış; daha sonra dönemlerde başlangıçtaki düzeyine geri dönmüştür. Enflasyon hedeflemesi fiyatlarda istikrar getirirse bile çıktı ve istihdam düzeyinde benzer bir istikrar getirmemiştir<sup>25</sup>.

<sup>25</sup> Yapılan korelasyon testi sonucunda klasik Phillips eğrisi ilişkisi bulunmakla beraber aralarındaki ilişkinin derecesi -0.10 olduğu için düşüktür. Yani enflasyondaki her % 1 birimlik düşme işsizlikte % 0.1'lik bir artışa neden olacaktır. Enflasyon hedefi tutsa bile işsizlik düzeyi anlamlı bir şekilde değişemeyecektir.



Sonuç olarak; Kanada enflasyon hedeflemesi politikasında fiyatlarda istikrarı sağlama açısından başarılı olmuştur denilebilir. Bununla birlikte ekonomik büyüme ve işsizlik oranlarında, aynı başarının yakalanamadığı da ortadadır.

### c- Kanada'da Enflasyon Hedeflemesi Deneyiminin Sonuçları

Kanada enflasyon hedeflemesi deneyiminden elde edilen sonuçlar aşağıda sıralanmaktadır:

1- Kanada enflasyon hedeflemesi yasal bir dayanağa oturmamıştır. Bununla birlikte enflasyon hedeflemesinin ilanı, hem Hükümet hem de Merkez Bankası tarafından birlikte sağlanmıştır.

2- Kanada'da hedefe ulaşıldıkça fiyat istikrarına olan güvenilirlik de artmıştır. Dolayısıyla deklere edilen ilk hedefe mutlaka ulaşılması gerekmektedir.

3- Ekonomide beklenilmeyen arz şokları neticesinde fiyat derecesinin dalgalanmasına izin verilebilir. Ancak hedeflenen enflasyon oranı etkilenmemelidir.

4- Para otoritesinin hedeflediği enflasyon oranına ulaşabilmesinin yolu, belirlediği hedefi deklere etmesinden geçmektedir. Hedeflerin ve enflasyondaki değişme ile ilgili gelişmelerin iktisadi birimlere duyurulması güvenilirlik ve hesap verilebilirlik açısından önemli bir rol oynar. Kanada Bankası'nda 1995 yılından itibaren düzenli olarak altı ayda bir para politikası raporu sunmaktadır. Bu raporlar hem geçmişe hem de geleceğe dönük perspektifleri içermektedir.

5- Kanada'da resmi enflasyon hedeflemesi olan TÜFE'yi ölçen kurum ile hedefi tutturmayı amaçlayan kurum farklıdır. TÜFE'yi ölçüp deklere eden kurum Kanada İstatistik Kurumudur (Mishkin, v.d.,1998) .

6- Kanada enflasyon hedeflemesi Yeni Zelanda enflasyon hedeflemesinin aksine pratikte esnek bir yapıya sahiptir. Enflasyon hedeflemesi sırasında reel çıktı düzeyi ve dalgalanmasını dikkate alınıyordu (Mishkin ve Posen, 1997). Enflasyon hedeflemesinde ekonomik dalgalanmaları azaltacak bir politika takip ediliyordu.

### 3- Şili Deneyimi

Şili 1960 ile 1990 yılları arasında ortalaması % 72 olan ve kronik bir yapı kazanan bir enflasyona sahiptir. Şili bu yüksek ve kronik bir yapı kazanan enflasyonu on yıllık bir süreç içerisinde, enflasyon hedeflemesi politikası uygulayarak tek haneli rakamlara; üstelik çıktıda düşme yaşamaksızın ulaşmayı başarmıştır. Şili'nin bu başarısının arkasında iki temel faktör bulunmaktadır. Enflasyonu düşüreceğinin açık olarak ilanı ve güçlü maliye politikası ile destekli iyi makro ekonomik politikalar uygulanması birinci temel faktördür (Gregorio 2004: 2-3). Diğer ise enflasyon hedeflemesinin uygulandığı yıllardaki uygun dışsal ortamdır.

Şili, enflasyon hedeflemesine geçmeden önce, diğer birçok gelişmekte olan ülke gibi, yüksek ve değişken enflasyona sahip bir ülkeydi. Enflasyonu düşürme çabaları daima politik otoritenin önceliğinde olmuş, fakat politik kargaşa nedeni ile başarı sağlanamamıştır. 1977 yılında yaşanan hiper enflasyon ile beraber, enflasyon ile ilk kez ciddi şekilde ilgilenilmeye başlanılmıştır (Garcia, 2000: 155-58). Bu durum politikalarda değişikliğe neden olmuştur. Sıkı para ve maliye politikaları programların önemli parçası haline gelmiştir. Fakat fiyat ve ücret endekslemeleri, dışsal şoklar ile birleşince umulmayan sonuçların ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Banka, 1980 yılından itibaren sabit döviz kuru politikası uygulayarak, enflasyonu kontrol altına almaya çalışmıştır. Fakat ulusal paranın aşırı değerlenmesi, sürdürülemeyen özel sektör harcamaları, dışsal şoklar 1982-1983 yıllarında bankacılık krizlerinin çıkmasına neden olmuştur. Bu krizlerin reel ve finansal maliyetleri yüksek olmuştur. Krizler % 30'lara varan işsizlik ve % 30'lara varan bir enflasyon oranı ile sonuçlanmıştır.

1990 genel seçimler ile beraber ekonomide büyük bir dönüşüm yaşanmıştır. Merkez Bankasının para, kredi ve döviz kuru politikalarını yürütmedeki bağımsızlığı garanti altına alınmıştır. Merkez Bankasının bağımsızlığının kabul edilmesi ile beraber, banka nihai hedefini fiyat istikrarını sürdürmek olarak açıklamıştır.

#### **a-Şili'de Enflasyon Hedeflemesine Geçiş ve Uygulama Sonuçları**

Şili 1990 yılında ilk enflasyon hedefini deklere etmiştir. Şili Merkez Bankasının ilk enflasyon hedefini 22 aylık bir süre için ortaya konulmuştur. Şili enflasyon hedeflemesi, resmi veya katı enflasyon hedeflemesi olmaktan çok, Şili Merkez Bankasının gelecek enflasyon beklentilerini yansıtıyordu (Mishkin, 2000: 8-10).

Şili'nin enflasyon hedeflemesi deneyimi diğer enflasyon hedeflemesi deneyimlerinden beş sebepten dolayı farklılık göstermektedir. Birincisi, Şili ekonomisinde geriye dönük endekslemenin yaygın olmasıdır. İkincisi, Şili'nin enflasyon hedeflemesi, ekonominin geriye dönük endekslenmenin yaygın olmasından dolayı oldukça kademeli olarak uygulanmış ve on yıllık bir süreç içerisinde enflasyon tek haneli rakamlara düşürülmesi amaçlanmıştır. Üçüncüsü, Şili enflasyon hedeflemesine % 20'ler gibi yüksek bir orandan başlamıştır (Landerretche, v.d.,1990: 6-7). Dördüncüsü, Şili Merkez Bankası enflasyon hedefini önce kendisi ortaya koymuş daha sonra Hükümet ile görüşmelere başlamıştır. Son olarak, Şili Merkez Bankası'nın esas hedefi olan enflasyon hedeflemesinden sonra gelen iki hedefi daha bulunmaktaydı: Çıktıdaki aşırı dalgalanmaları engellemek ve cari işlemler açığını belirli bir seviyede tutmak. Ancak bu amaçlar arasında bir çatışma olduğunda bankanın önceliği enflasyon hedefi olmaktadır (Morande, 2000: 4-13).

Şili Merkez Bankası çıktıdaki dalgalanmaları engellemek için enflasyon hedeflemesini kademeli olarak uygulamıştır. Enflasyon hedeflemesinin kademeli



olması, Merkez Bankasına bir esneklik sağlamıştır. Burada amaç enflasyon hedeflemesi politikasını izlerken çıktıdaki dalgalanmaları göz ardı etmemek olmuştur. Nitekim 1990 ile 2000 yılları arasında GSYİH ortalama % 6-7 oranında artmıştır (Caputo, 2002: 5).

Şili'nin enflasyon hedeflemesini iki döneme ayırarak incelemek gerekmektedir. Bu dönemlerin ilki 1990-1999 yılları arasındaki dönemdir. Daha önceki yıllarda ortaya çıkan finansal krizler ve ekonomide dış borcun fazlalığı Bankayı karma bir politika uygulamaya yöneltmiştir. Bu politikanın üç temel dayanağı bulunmaktaydı (Corbo, 1998: 123-63).

Politikanın birinci ayağı döviz kuru bant uygulamasıydı. Şili Merkez Bankası döviz kurundaki aşırı dalgalanmaları engellemek için 1984 yılından 1999 yılına kadar döviz kuru bant politikası izlemiştir. Döviz kuru politikası dezenflasyon programının mihenk taşı olma özelliğini sürdürmüştür. 1991 yılına kadar  $\pm$  % 10 genişliği olan bant politikası benimsemiştir. 1992 yılında ise piyasanın döviz kuru oranını belirlenmesindeki rolünün artmasından dolayı yönetimli dalgalı politikasına geçilmiştir.

Politikanın diğer bir ayağı ise strelizasyon süreciydi. Sermaye akımları döviz kuruna baskı yaparak kurun aniden değerlenmesine yol açıyordu. Bandın döviz rezervleri ile desteklenmesi gerekiyordu. Böylece parasal bağımsızlığın kaybı engellenmeye çalışılmıştır. 1990 yılında döviz rezervlerinin GSYİH'ya oranı % 10 iken, bu oran 1997 yılının sonunda % 25'e yükselmiştir.

Politikanın üçüncü ayağı enflasyon hedeflemesiydi. Bu dönemde temel amaç yüksek ve kronik bir hal alan enflasyonu yapısal kriter olan % 3 seviyesine kademeli bir şekilde düşürmektir. Banka ekonomide var olan ataletten dolayı ani bir dezenflasyon programının başarısız olacağını ve bankanın güvenilirliğini olumsuz etkileyeceğini düşünüyordu (Garcia, 2000: 155).

Şili Merkez Bankası enflasyon hedeflemesinde temel enstrüman olarak 1995 yılına kadar üç aylık faizleri kullanmıştır. 1995 yılından itibaren API yolu ile kontrol etmeye çalıştığı gecelik faizleri temel enstrüman olarak benimsemiştir. Faizin enstrüman olarak benimsenmesinin temel nedeni para talebinin istikrarsız olması ve



faiz oranlarının çıktı ve enflasyon üzerindeki etkisinin daha öngörülür olması olarak ortaya konulmuştur.

1998 yılında uluslararası sermaye krizi ile birlikte enflasyon oranlarında % 4'ü geçen bir yükselme görülürken, çıktı oranlarında da -% 2.9'a varan düşme görülmüştür (Chile Monetary Policy Report, 2000: 10). Şili Merkez Bankası buna istinaden politika değişikliğine gitmek zorunda kalmıştır.

Enflasyon hedeflemesinde ikinci dönem Eylül 1999 yılında başlamıştır. Bu yeni dönem ile beraber enflasyon hedeflemesinin de özellikleri değişmiştir. Yıllık enflasyon artışının % 2-4 arasında belirlenmesi öngörülmüştür (Chile Monetary Policy Report, 2001: 14). Banka operasyonel hedef olarak % 3 oranını belirlemiştir. Bu oran orta vadede para politikasına rehberlik etmiştir. Enflasyon oranının üst sınırı aşması kadar alt sınırın altına da düşmesi önemliydi. Hedeften kısa süreli sapmalara tolerans gösterilecekti. Ancak Banka kısa dönemde enflasyon kontrol edilemeyen değişkenlerden etkileneceğini göz önüne alarak yirmi dört ay sonunda para politikalarında izleyeceği yolu ortaya koyarak enflasyonist öngörüsünün % 2- % 4 arasında olmasına çabalayacaktı (Garcia, 2000). Banka gecelik faizleri enstrüman aracı olarak kullanacağını deklere etmiştir.

Merkez Bankası kamu ile iyi iletişim kurarak hedefe ulaşmayı amaçlamıştır. Banka daima cari politikası hakkında açıklamalar yapacağını deklere etmiştir. Banka yılda üç kez para politikası raporu yayınlamaya başlamıştır. Bu raporlarda cari gelişmelere ve ekonominin genel görünümüne yer verilmekteydi. Aynı zamanda Merkez Bankasının enflasyon öngörüsü ve ortaya çıkan belirsizlikler de ortaya konulmaktaydı.

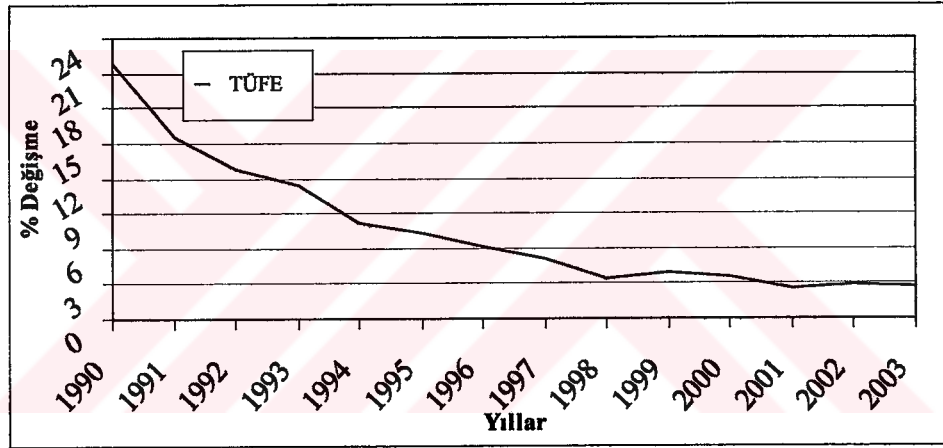
Şili'nin yeni enflasyon hedeflemesi politikasında bir diğer önemli yenilik, yönetimli döviz kuru politikasının bırakılıp yerine dalgalı döviz kuru politikasına uygulamasına geçilmesidir. Banka yine de enflasyon hedeflemesi programının temel ayaklarından birini; döviz kurundaki istikrar olarak görmüştür. Dolayısıyla Banka başarılı bir enflasyon hedeflemesi için iş gücü piyasasının esnek olmasına ve iyi bir maliye politikasına gerek olduğunu altını çizmiştir.

Şili Merkez Bankası yeni enflasyon hedeflemesi ile beraber fiyatlarda istikrar sağlamayı başarmıştır. 1990'lı yıllarda daha çok güvenirliliğe önem veren Banka

2000’li yıllarda esnekliğe önem vermiştir. Banka her ne kadar esnekliğe önem verse de güvenilirliği de ihmal etmemiştir. Bu dönemde, güvenilirliği inşa etmede temel unsur, yılda üç kez yayınlanan enflasyon raporları olmuştur.

### **b-Şili Enflasyon Hedeflemesi Deneyiminin Sonuçları ve Değerlendirilmesi**

Şili’de 14 yıldır devam eden Merkez Bankası bağımsızlığının ve açık enflasyon hedeflemesinin memnun edici sonuçları ortaya çıkarmıştır. Enflasyon oranında hedeflenen büyüklük olan % 2 - % 4 arasında istikrar sağlanmıştır. Bilhassa enflasyon hedefinin başlangıçta, enflasyon oranının % 25 olduğu düşünülür ise bu başarı daha net bir şekilde anlaşılır.

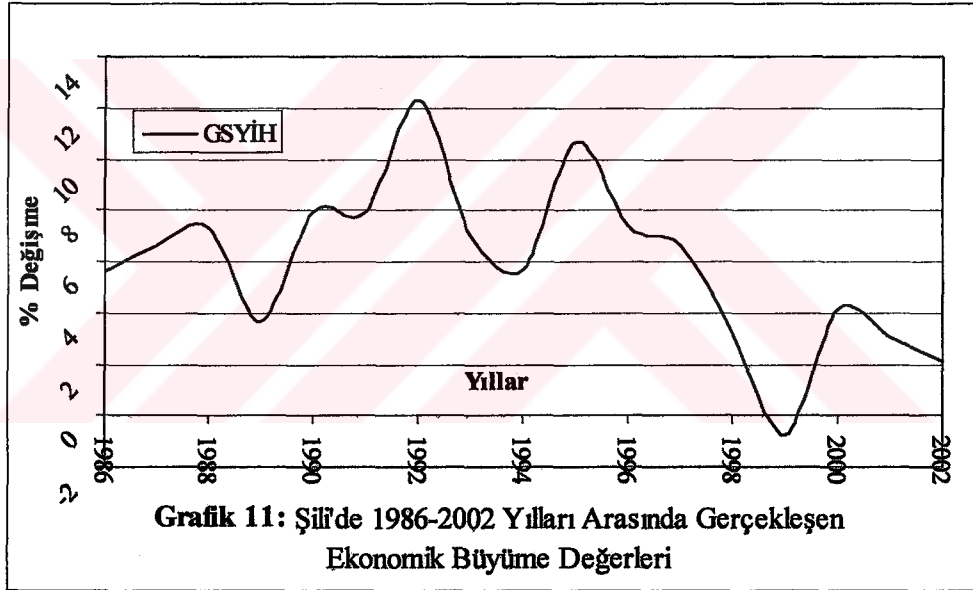


**Grafik 10: Şili’de 1990-2003 Yılları Arasında Gerçekleşen TÜFE Değerleri**

Enflasyon hedeflemesinin başarısı iki şekilde ölçülebilir (Hebel&Werner, 2002: 7-8): Birincisi, enflasyon hedeflemesinin benimsenmesinden önce ve sonra enflasyondaki düşümedir. İkincisi de, enflasyonun hedef derecesinden sapmadır. Grafik 10’a bakıldığında 1990 yılındaki % 25’lik enflasyon oranından 2003 yılı sonunda operasyonel hedef olan % 3 seviyelerine inilmiş olduğu görülmektedir. 1980’li yıllarda ortalama % 70’lerde olan enflasyonun, 1990’lı yıllarda ortalama olarak hedeflenen düzeylere indiği görülmektedir. Hedeflenen enflasyon oranına ulaşıldıktan sonra, sadece 1999 ile 2000 yılları arasında krizden dolayı hedef bandın

üstüne çıkmıştır. Dolayısıyla Şili enflasyon hedeflemesi deneyimi başarılı olmuştur denilebilir.

Grafik 11’de ekonomik büyüme tablosuna bakıldığında, ortalama % 6.5’luk bir büyüme oranının yakalandığı görülmektedir. Yine 1998 yılıyla 2000’li yıllar arasında Asya Krizi nedeniyle büyümede düşüşler yaşanmıştır. Fakat 2000’li yıllar ile ortaya konan yeni enflasyon hedeflemesi sonucunda büyüme trendinin tekrar yakalandığı görülmektedir. Bununla birlikte büyüme sürecinde yaşanan istikrarsızlık ve dünya ekonomisinin gelecekte durgunlaşma ihtimalinden kaynaklanan büyüme sürecinin azalma ihtimali enflasyon hedeflemesinin önüne bir engel olarak çıkmaktadır.



Şili enflasyon hedeflemesi, enflasyonu kronik bir hal alan ve atalet kazanan birçok gelişmekte olan ülke için ideal bir örnektir. Gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru oranındaki istikrarsızlık, iktisadi birimlerin beklentisini dolayısıyla ekonominin bütününe etkileyen önemli bir değişkendir. Şili enflasyon hedeflemesi uygulamasında teorinin aksine döviz kurunu dalgalanmaya bırakmamıştır. Böylece enflasyon hedeflemesi stratejisini daha güçlü kılmayı amaçlamıştır. Enflasyon hedeflemesinde kullanılan döviz kuru politikasının yanı sıra hedefe kademeli

ulaşılması da Şili deneyiminden çıkarılacak diğer önemli bir derstir. Enflasyon beklentilerinin atalet kazanması, enflasyon hedeflemesini kademeli olarak uygulanmasına neden olmuştur. Böylece hem çıktıda istikrar gözetilmiş hem de iktisadi birimlerin beklentisi etkilenmeye çalışılmıştır. Bunda da başarılı olunmuştur.

Şili enflasyon hedeflemesinden çıkan diğer bir önemli sonuç da güvenilirlik - esneklik ikilemidir. Şili Merkez Bankası, belirli bir atalet kazanmış enflasyonun ancak güvenilirliğin sağlanması ile düşürülebileceğini ve istikrar sağlanacağını düşündüğü için, daha çok güvenilirliğe önem veren politika izlemiştir. Bununla birlikte esneklikten tamamen feragat edilmemiştir. Ne zamanki fiyatlarda istikrar sağlandığına ve iktisadi birimlerin beklentisinin kırıldığına inanılmışsa, o zaman daha esnek politikalar izlenilmeye başlanılmıştır. Ancak yine güvenilirlikten feragat edilmemiştir.

Şili deneyiminden çıkan diğer bir önemli ders, enflasyon hedeflemesinin başarısına sadece Merkez Bankasının politikaları ile ulaşamadığıdır. Para politikası mutlaka çeşitli politikalar ile desteklenmelidir. Burada en önemli politika maliye politikasıdır. Bütçenin fazla vermesini sağlayacak maliye politikalar ve bankacılık - finansal sistemi düzenleyen politikalar ile enflasyon hedeflemesi desteklenmesi gerekmektedir.

#### **4-Brezilya Deneyimi**

1994 yılında Brezilya enflasyon problemini ortadan kaldırmak için Real Plan'ı adı verilen bir ekonomik planı uygulamaya koymuştur. Planın amacı üç yıl içerisinde enflasyonu tek haneli rakamlara indirmektir. Real Plan'ın temeli özelleştirmeye, ticari serbestleşmeye ve ithalatta tarife ve tarife dışı engellerin kaldırılmasına dayanmaktaydı. Uygulanan bu plan neticesinde 1994 yılında % 929 olan enflasyon 1998 yılı sonunda % 2'nin altına indirilmiştir (Bogdanski,v.d., 2002: 540-41). Bu başarıya rağmen yapısal problemlerin ortadan kaldırılmaması ve bilhassa maliye politikasının düzene sokulmaması yüzünden, 1998 yılında Asya krizinin ve ardından Rusya moratoryumunun yarattığı atmosfer, Brezilya ekonomisini krize sokmuştur. Bu kriz sonucunda Brezilya Hükümeti 1999 yılında IMF ile yeni antlaşma imzalamak zorunda kalmış ve döviz kurları dalgalanmaya bırakmıştır

1998 yılında yaşanan krizin temel sebebi olarak gözükten yapısal problemleri ve mali kesimdeki aksaklıkları düzeltmek için 1999 yılında “Makro İstikrar Programı“ uygulanmaya başlanmıştır. Programın temeli mali sektörü güçlendirmeye dayanıyordu. Program, mali istikrarı enflasyon hedeflemesine dayanan para politikasına adapte etmeyi ve ekonomide yapısal dönüşümü gerçekleştirmeyi öngörüyordu. Bu yüzden program, özelleştirmeye, sosyal güvenlik sisteminin reformuna ve vergi reformuna dayanmıştır. Programda hedef, bütçede birincil fazlayı kademeli olarak artırmayı öngörüyordu. Hedeflenen birincil bütçe fazlasını yakalayabilmek için harcama kısıcıcı gelir arttırıcı politikalar benimsenmiştir (Plans ve Programs, 2003: 10-11).

1999 yılından itibaren o ana kadar nöminal çapa görevi gören döviz kurunun dalgalanmaya bırakılarak, güvenilirliği tekrar inşa etmek ve para politikasının uzun dönemli sinyallerini tekrar oluşturmak için enflasyon hedeflemesi politikasına geçilmesine karar verilmiştir (Schaechter,v.d.,2000: 46-7). Enflasyon hedeflemesi “Makro İstikrar Programı” ile beraber uygulanmaya başlanmıştır. Ekonomide para politikası enflasyon hedefine yönelik iken, maliye politikası birincil bütçe fazlasını sağlamaya yönelik olarak koordineli çalışması öngörülmüştür.

Enflasyon hedeflemesinin önemli ön şartlarından biri olan merkez bankasının bağımsızlığını, Brezilya 1996 yılında sağlamıştır. Banka bu tarihten itibaren yüksek derecede operasyonel bağımsızlığa kavuşmuştur. Bağımsızlığı zedeleyen bir unsur olan mali baskıyı ortadan kaldırmak için Makro İstikrar Programı uygulanmaya başlanmıştır.

Enflasyon hedeflemesi, 1999 yılında itibaren Maliye Bakanı tarafından açıklanmıştır. Merkez Bankası hedefin tutturulmasıyla ilgili olarak Maliye Bakanına bağlıydı. Ortaya çıkan bir başarısızlığın nedenleri Maliye Bakanlığına açık mektup şeklinde bildirilmesi öngörülmüştü. Hedefler iki yıl önceden ortaya konuyordu. Örneğin 2002 yılı için % 3.5’lik hedef 2000 yılında ortaya konulmaktaydı. Ortaya konulan enflasyon hedefi için % 2’lik tolerans aralığı benimsenmiştir. Tolerans aralığının verilmesinin iki temel sebebi bulunmaktaydı. Birincisi, enflasyondaki belirsizlikler, geçici şoklar. İkincisi de, mevsimsel faktörlerdi. 1999, 2000, 2001 yılları için hedeflerin sırasıyla % 8, % 6 ve % 4 olması öngörülmüştür. Brezilya

Merkez Bankası enflasyon hedeflemesi politikasında tam sorumluydu. Eğer hedef tutturulamaz ise Merkez Bankası Maliye Bakanlığına “Açık Mektup” yazarak hedefin neden tutmadığını ve hedefe nasıl dönüleceğini ortaya koymak ile görevlendirilmişti. Merkez Bankası'nın şeffaflığı ve iktisadi birimlerle koordinasyonu arttırmak için üç ayda bir enflasyon raporu yayınlaması uygun görülmüştür (Mishkin, 2004, 4-9). Brezilya'da enflasyon ataletinin yüksek olması nedeniyle, enflasyon hedeflemesinde çıkış maddesi konulmamıştır (Tito, 2002: 137).

1999 yılında enflasyon % 8.9 artış göstererek hedef aralığında kalmıştır. Enflasyonun hedef aralığında gerçekleşmesinin en önemli iki nedeni sıkı para ve maliye politikasıdır. Enflasyon hedeflemesi politikasında açıklanan ilk hedefin tutturulması ile beraber enflasyon beklentileri kontrol altına alınmış, piyasa faiz oranları kademeli bir şekilde düşüş göstermiştir. Böylece Merkez Bankası kısa vadeli faizleri indirmiştir. 2000 yılında da deklere edilen enflasyon hedefine ulaşılmıştır. 2000 yılında da hedefin yakalanması iktisadi birimlerin ekonomiye olan güvenlerini arttırmıştır. Bu durum GSYİH'nın % 4.4 oranında artmasına sebep olmuştur. Brezilya ekonomisindeki bu olumlu gelişmeye rağmen kamu borcunun kısa vadeli olması ve dövizde endekslenmesi enflasyon hedeflenmesinin hem kendisi üzerine hem de önemli bir enstrümanı olan faizler üzerine baskı yaratmıştır (Giavazzi ve Fellow, 2003: 324).

1999 ve 2000 yılındaki olumlu gelişmeye rağmen 2001 yılında Brezilya bir dizi iç ve dış şok ile karşılaşmıştır. İlk olarak Arjantin ekonomisinin krize girmesi, ardından ABD'ye yapılan saldırının ortaya çıkardığı ekonomik durgunluk Brezilya ekonomisini etkileyen dış şoklar olmuştur. Ortaya çıkan bu şoklar GSYİH'nın düşmesine ve enflasyonun % 7.7'lere yükselmesine yol açmıştır (Fernando, v.d.,2002: 8-10).

2001 yılında ortaya çıkan şoklar neticesinde döviz % 40 değer kazanmıştır. Bu durum enflasyon hedeflemesinin geleceğini tehlikeye atmaya başlamıştır. 2001 yılı sonunda enflasyonun % 32'si döviz kuru değerlenmesinden kaynaklanmıştır. 2002 yılında bu oran % 48'e çıkarak enflasyonist baskıya yol açmış ve enflasyonun % 12.53 gibi hedefin çok üstünde bir orana ulaşmıştır (Minella,v.d., 2002: 40-1). Ayrıca 2001 yılında enflasyonun hedefi aşması ile birlikte Merkez Bankası faizleri



arttırmış; artan faizler mali yapı üzerinde baskıyı artırarak iktisadi birimlerin beklentilerini olumsuz etkilemiştir.

Hükümet ekonomik kriz neticesinde tehlikeye giren enflasyon hedeflemesi politikasını sürdürebilmek için bir takım tedbirler almıştır. İlk olarak birincil bütçe fazlası hedefini artırdığını deklere etmiştir. Böylece sıkı bir maliye politikasının izleneceğini iktisadi birimlere açıklamıştır. Ayrıca Merkez Bankası ve Hükümet ortak bir açıklama ile merkez bankasının bağımsızlığını ve nihai amacının halen fiyat istikrarı olduğunu iktisadi birimlere deklere etmişlerdir.

Bu açıklamalardan sonra 2003 yılı enflasyon oranı % 9.3'e gerilemiştir. 2004 yılının enflasyon beklentisinde düşüş gözlenmiştir. 2003 yılında enflasyonun düşmesinde ve 2004 yılının enflasyon beklentilerinin olumlu gelişmesinde en büyük etken iktisadi birimlerin maliye politikalarına olan güvenin artması olmuştur.

Brezilya'da enflasyon hedeflemesi beklenen etkiyi gösterememiştir. Brezilya enflasyon hedeflemesinden önce yıllık enflasyon oranını % 5'in altında sürdürmeye çalışırken, enflasyon hedeflemesinden sonra % 10'u sağlamaya çalışan bir ülke haline gelmiştir. Bunda en büyük üç etken, döviz kuru dalgalanmaları, mali piyasalardaki istikrarsızlık ve güven eksikliği olmuştur.

#### **E- Genel Değerlendirme**

Enflasyon hedeflemesi 1990'lı yıllarda diğer nominal çapaların görece başarısız olmasından dolayı ortaya çıkan para politikası türüdür. Günümüzde gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere kadar birçok ülke enflasyon hedeflemesini benimsemektedir.

Enflasyon hedeflemesinin başarısı birçok faktöre dayanmaktadır. Bunların başlıcaları merkez bankasının bağımsızlığı, makroekonomik istikrar, finansal sitemde istikrardır (Truman, 2004: 47-50). Bu ön şartlar oluşmadan enflasyon hedeflemesinin uygulanması, enflasyon hedeflemesinden beklenen başarıya ulaşılmamasına neden olacaktır. Nitekim ülke deneyimleri, mali açığın yüksek olduğu ve bu mali açığın yüksek derecede dış ve iç borçla kapatıldığı bir ekonomide enflasyon hedeflemesinde kullanılacak para politikası enstrümanlarının, bilhassa faiz oranlarının, enflasyon beklentilerini etkileme ve dolayısıyla enflasyon hedeflemesinin başarı şansını azalttığını doğrulamaktadır. Bir ülkenin yüksek borcu varsa ve bu borcun önemli bir



kısmı dış borç ise enflasyon hedeflemesi başarısızlıkla sonuçlanacaktır. Enflasyonu kontrol etmek için artırılan her faiz, iktisadi birimlerde devletin borcunu ödememe beklentisini artıracak; bu durum parasallaşma ihtimalini güçlendirir. İktisadi birimlerin paraya olan talepleri azalır bu da ulusal paranın değer kaybetmesine dolayısıyla enflasyonist bir baskıya neden olacaktır. (Blanchard, 2004: 5-22).

Enflasyon hedeflemesi en son koşul olarak uygulanması gereken bir para politikası olarak nitelendirilebilir. Yani bir boks maçındaki boksörün nakavt yumruğunu atmasına benzetilebilir. Eğer enflasyon hedeflemesi hedefine ulaşmaz ise, bunun sonuçlarının daha yüksek faiz ve daha yüksek bütçe açığı olarak karşımıza çıkma ihtimali bulunmaktadır. Dolayısıyla mali ve finansal kesimde istikrar sağlanmadan ve gerekli yapısal dönüşümleri gerçekleştirmeden uygulanacak enflasyon hedeflemesi başarısız olacaktır.

Ülke deneyimlerinden çıkan önemli bir diğer sonuç, enflasyon hedeflemesinin büyüme sürecinde gösterdiği istikrarsızlıktır. Her ne kadar merkez bankaları fiyat istikrarını genel hedef olarak tayin etseler de uzun bir dönem istikrarsız büyümeyi hiçbir merkez bankası göz ardı edemez. Böyle bir süreç enflasyon hedeflenmesi uygulamasını baltalayan bir unsur olarak karşımıza çıkabilir. Enflasyon hedeflemesinin uygulanmasında sıkı bütçe ve para politikaları iktisadi birimlerin daha fakirleşmesine ve dolayısıyla gelecekte reel sektörde büyük bir krizi çıkması olasılığını arttırmaktadır. Büyümenin istikrarsız olduğu ekonomilerde enflasyon hedeflemesinin uzun bir dönem uygulanması imkansız hale gelecektir.

Ülke deneyimlerinden çıkan diğer önemli bir unsur enflasyon hedeflemesine sadece para politikası ile ulaşamayacağıdır. Enflasyon hedeflemesinde faiz oranlarının enflasyon beklentilerini etkileyen bir enstrüman olarak kullanılması, bütçe açığı yüksek olan ülkelerde maliye politikasını, para politikasından daha önemli hale getirmektedir. Enflasyon hedeflemesinin başarısı için sadece para politikası değil, maliye politikası ile koordineli bir para politikasının yürütülmesi şarttır.

Sonuç olarak, enflasyon hedeflemesi iktisadi birimlerin beklentilerini kontrol altına alan güçlü bir nominal çapadır denilebilir. Ancak bu uygulama sadece iyi bir iletişime ve şeffaflığa ihtiyaç duymaz, aynı zamanda güçlü finansal, mali ve parasal

kurumlar ile desteklenmesi gereklidir (Mishkin, 2004: 21). Aksi takdirde daha kötü ekonomik koşullar ortaya çıkabilir.

#### IV-Para Politikası Araçlarının Taahhüdü

Son yıllarda çağdaş para politikasının bir unsuru olarak, para otoriteleri faiz ve parasal büyüklükler gibi para politikası araçları nominal çapa olarak kullanmaktadırlar. Taylor'a göre sermaye hareketlerinin artması, para otoritelerinin enstrümanlarını sabitleyerek nihai hedeflerine ulaşma çabalarını gittikçe zorlaştırmıştır. Enstrümanların sabitlenmesi yerine enstrümanların fiyat derecesi ve/veya reel GSYİH artışlarına cevaben düzenlenmesi günümüz şartlarında para politikasının nihai hedeflerine ulaşması açısından daha etkilidir (Taylor, 1993:196). Enstrüman kuralı merkez bankalarının enstrüman oranlarının, ölçülebilir değişkenler için bir formülasyon şeklinde ortaya koymasıdır (Svensson, 2004:1-5). Enstrüman kuralları iktisat literatüründe "tepki fonksiyonları" olarak adlandırılmaktadırlar. Para otoritesi ( $t_0$ ) döneminde, gelecek dönemler için ölçülebilir değişkenlere bağlı olarak (ki bu değişkenler genelde çıktı ve enflasyon sapmasıdır) tepki fonksiyonlarını ortaya koyar. Tepki fonksiyonları enflasyon, büyüme gibi önceden belirlenmiş değişkenleri içerdiği gibi, döviz kuru gibi geleceğe dönük değişkenleri de içerebilir (Svensson, 1999a: 12-6).

$$i_t = fX_t + \alpha x_t \quad (48)$$

(48) nolu denklem basit bir tepki fonksiyonu olmaktadır. Denklemde  $X$  önceden belirlenmiş değişkenler,  $x$  ise geleceğe dönük değişkenlerdir. Geleceğe dönük değişkenler önceden belirlenmiş değişkenlere bağlıdır.

Tepki fonksiyonları yada enstrüman kuralı sadece önceden belirlenmiş değişkenler içeriyor ise, bu durum da enstrüman kuralı açık enstrüman kuralı haline gelir. Buna karşılık geleceğe dönük değişkenleri de içeriyor ise, o zaman enstrüman kuralı zımnî enstrüman kuralı haline dönüşür (Svensson, 1999b: 614-17). En çok bilinen tepki fonksiyonu Taylor Kuralıdır.

Taylor Kuralı, ekonominin durumuna dayanarak faiz oranlarının belirlenmesidir. Daha açık bir ifade ile para otoritesinin faiz oranları için enflasyon ve çıktı sapmasını dikkate alarak faiz oranlarına yön vermesidir.

Taylor Kuralının dayandığı temel prensip, fiyatların yapışkan olduğu bir durumda enflasyonda istikrar ve kararlı bir dengenin belirlenmesi, kısa vadeli faizlerin enflasyon ile ilişkisinin uzun dönemli tepkisinden daha fazla olduğudur. Dolayısıyla Taylor Kuralı, kısa vadeli faiz oranlarının uzun dönemli enflasyon amacına ulaşmaya yönelik olarak kullanılması olup dört faktöre dayanmaktadır (Kozicki, 1999: 6-15). Birincisi cari enflasyon oranı, ikincisi denge reel faiz oranıdır ki durağan durum büyüme oranını yansıtır. Üçüncü faktör ise enflasyon sapmasıdır. Dördüncü faktör ise çıktı açığıdır.

$$i = \pi + \bar{r} + q(\pi - \bar{r}) + q(y - y^*) \quad (49)$$

(49) nolu denklem orijinal Taylor kuralını yansıtmaktadır. Denklemdaki birinci ve ikinci terimler faiz oranı için “benchmark”ları ortaya koymaktadırlar. Taylor kuralına göre cari talep üretim kapasitesinden fazla ise faizler yükseltilir. Böylece talep baskı altına alınarak enflasyon kontrol edilmeye çalışılabilir.

Taylor kuralının orijinalinde enflasyonun ve çıktının bir yıl önceki değerlerine bakılırken, daha sonra Orphanides ve MacCallum tarafından ortaya atılan “Düzeltilmiş Taylor Kuralında” geleceğe dönük değerlere bakılması benimsenmiştir. Düzeltilmiş Taylor Kuralında faiz enstrümanı orijinal Taylor kuralına göre daha kademeli bir şekilde ayarlanır. Ayrıca “Düzeltilmiş Taylor Kuralında” merkez bankasının enstrümanı olan faizin geçmişe dönük değeri de yer almaktadır.

$$i = \pi + \bar{r} + (1 - \beta) \left[ q(\pi - \bar{r}) + q(y - y^*) \right] \beta (i_{t-1}) \quad (50)$$

(50) nolu denklem Düzeltilmiş Taylor Kuralını yansıtmaktadır. Denklemdaki  $\beta$  katsayısı düzeltilmiş faiz oranıdır. Düzeltilmiş faiz oranlarının modele dahil edilmesi, faiz oranlarının gecikmeli değerlerinin de modele dahil edilmesi anlamına gelmektedir. Bu da iktisadi birimlerin enflasyon beklentisini yansıtan bir unsur olmaktadır.  $\beta$  katsayısının değerinin büyüklüğü, faiz üzerinde geçmişe dönük

endekslemenin yani iktisadi birimlerin beklentilerinin kırılmadığının bir göstergesi olarak bakılabilir. Bu durum faiz oranını uygun bir enstrüman aracı olmaktan çıkarmaktadır (Svensson, 2001: 2).

Diğer bir enstrüman kuralı McCallum Kuralıdır. McCallum Kuralı, baz para/GSYİH hedeflemesi olup farklı enstrüman ve aktarım mekanizmalarını kullanan adaptif bir formülasyondur. Burada esas hedef nominal gelirin hedeflenmesidir (Mccallum, 1989: 306-43). Nominal gelirin belirli bir oranda büyümesini sağlamak, fiyat derecesi için istikrarlı bir patika anlamına gelmektedir. (Hall ve Mankiw, 1994: 72-6).

Nominal gelir hedeflemesi esnek fiyat istikrarı grubuna girmektedir. Esnek fiyat hedeflemesi birinci bölümde de belirtildiği gibi para otoritesinin kayıp fonksiyonunda çıktı sapması katsayısının sıfırdan büyük olmasıdır. Para otoritesi fiyat istikrarı kadar çıktı istikrarına da önem vermektedir. Nominal gelir hedeflemesinde fiyat için yine bir hedef ortaya konulmakta; ancak çıktıda yaşanan ani sapmalar karşısında para otoritesi fiyat hedeflemesinden sapmalara izin vermektedir. Dolayısıyla bu politika hem fiyat istikrarı hem de çıktı için etkin bir politika ortaya koymaktadır. Çünkü bu politikanın arkasında yatan mantığa göre, fiyatlarda istikrar sağlansa bile miktarda yani çıktıda görülen dalgalanma belirli bir dönem sonra fiyatlar üzerinde baskıya neden olacak ve fiyatlar yeniden istikrarsızlaşacaktır.

Üç tür nominal gelir hedeflemesi bulunmaktadır. Birincisi büyüme oranının hedeflenmesi, ikincisi büyüme derecesinin hedeflenmesidir ki bu politika da nominal gelir, derecesi önceden belirlenen bir patikaya göre hareket ettirilmektedir. Üçüncü melez hedeflemedir. Bu politika sabit bir nominal gelir hedeflemekte bunun yanında cari reel gelir ve reel hedefi arasındaki sapmaları da dikkate alınmaktadır.

McCallum'a göre nominal gelirin doğrudan hedeflenmesinden ziyade daha güçlü bir para politikası oluşturmak ve hesap verilebilirliği artırmak için nominal gelire ve onun gecikmeli değerlerine dayanan kendi portfolyosundaki değişiklikleri göz önüne alan bir enstrüman kuralı ortaya konulması gerekmektedir (McCallum, 2000: 49-51).

$$\Delta b_t = \Delta x^* - \Delta v_t^a + 0.5(\Delta x^* - \Delta x_{t-1}) \quad (51)$$

(51) nolu denklem McCallum kuralını ortaya koymaktadır.  $\Delta b_t$  iki dönem arasındaki baz parayı göstermektedir.  $\Delta x^*$  nominal GSYİH hedefidir.  $\Delta v_t^a$  ise baz paranın dolaşım hızıdır. McCallum Kuralı, Taylor Kuralı gibi denklemin son terimi olan baz paranın tepkisine dayanmaktadır. Gerek Taylor Kuralında gerekse McCallum Kuralında enflasyon ve çıktı sapmaları feedback kurallardır. Merkez bankaları enflasyon veya çıktı açığına göre faiz veya baz paraya yön verirler.

Taylor Kuralının McCallum Kuralından iki temel farkı bulunmaktadır. Birincisi enstrüman değişkeni olarak faiz oranı kullanılmaktadır ki bu çok daha gerçekçidir. İkinci fark ise McCallum Kuralının geçmişe dönük değerler içermesidir. Taylor Kuralının sonraki versiyonlarında geleceğe dönük değerlere yer verilmektedir.

Nominal geliri hedeflemek fiyat istikrarını hedeflemeye nazaran daha zordur. Çünkü nominal geliri etkileyen sayısız faktör bulunmaktadır. Nominal gelir her zaman beklenmeyen şoklara maruz kalabilir. Aynı zamanda parasal büyüklükler ile nominal gelir arasında ilişki zayıftır. Ayrıca günümüzde gelişmekte olan ülkeler için fiyat istikrarı daha önemli olduğu için nominal gelir hedeflemesi fiilen uygulanmamaktadır.

Günümüzde enstrüman kuralları özellikle faiz enstrümanı tek başına fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olarak kullanılmamaktadırlar. Enstrüman kuralları özellikle faiz enstrümanı enflasyon hedeflemesi ile birlikte geleceğe dönük enflasyon değerlerinin bugünkü yansıması olarak kullanılmaktadır. Bu tür enstrüman kuralına "Enflasyon Öngörüsü Faiz Oranı" adı verilmektedir (Rudenbusch ve Svensson, 1999: 218-20). Bu tip bir enstrüman kuralının Taylor kuralından farkı, faiz oranı için bir patikanın belirlenmemesi ve çıktı sapmasını dikkate alınmamasıdır.

Para politikasının taahhüdü fiyat istikrarını sağlamak için pratik bir yol değildir. Bunun en önemli sebebi ekonomideki diğer büyüklüklerin istikrarsızlığıdır. Her ne kadar enstrüman kurallarında çıktı ve enflasyon sapmaları, enstrüman kuralının fonksiyonları olsa da, ekonominin diğer büyüklüklerinde görülen istikrarsızlıklar, faizinde istikrarsızlaşmasına neden olmakta ve enstrüman özelliğini ortadan kaldırmaktadır.

Tepki fonksiyonları para otoritesini bir bilgisayar gibi düşünp, çeşitli bilgiler ışığında önceden belirlenmiş kurallara uyan bir yapı gibi ortaya koymaktadır. Ancak uygulamada ekonomik süreçteki karmaşık yapı bu şekil bir para politikasını izlenilmesini zorlaştırmaktadır.

Para politikası enstrümanlarının tepki fonksiyonları şeklinde kullanılmasının önemli bir sakıncası da, fiyat artışlarının geçici mi yoksa sürekli mi olduğunun tespitinin güçlüğüdür. Fiyat artışının geçici olmasına karşılık sürekli olarak algılanıp faiz oranlarının buna istinaden artırılması ekonominin resesyona girmesi gibi istenmeyen sonuçları ortaya çıkartır (Taylor, 1993: 197).

Enstrüman kurallarına yöneltilen diğer bir eleştiri, ekonomide yapışkan fiyatların ve Non-Ricardian bir yapının varlığında enstrüman kurallarının uygulanmasının istenmeyen sonuçlar ortaya çıkaracağıdır. Eğer ekonomi Non-Ricardian bir yapı içerisinde ise, enflasyon sapmasının olduğu bir durumda faizleri yükseltmek kısa vadede enflasyonu düşürse bile, uzun dönemde ortaya çıkan istikrarsızlık ve risk priminin artışı enflasyonu tekrar yükseltecektir.

#### **V- Parasal Hedefleme**

Parasal hedefleme, para otoritesinin doğrudan kontrol edebildiği para politikası araçları ile yönlendirebildiği değişkenlerin hedeflenmesidir. Bunlar parasal taban gibi merkez bankası bilançosu ilişkin büyüklükler olabileceği gibi, M1, M2 gibi bankacılık sistemindeki mevduatları da içeren büyüklüklerde olabilir. Parasal hedefleme, enflasyon beklentilerine tepki olarak iktisadi birimlerin reel balansının tekrar ayarlanmasıdır (Uribe 1998: 296-98).

Parasal büyüklüklerin nominal çapa olarak kullanılması uzun dönem fiyat istikrarı için önemlidir. Ancak parasal büyüklüklerin öngörülebilir ve sabit olması gerekmektedir. Parasal büyüklüklerin iktisadi birimlerin beklentilerini etkileyebilmesi için birkaç anahtar faktör bulunmaktadır. Parasal büyüklükler nominal çapa olarak uygulanırken döviz kurlarının esnek olması gerekmektedir. Para otoritesi sadece hedeflediği parasal büyüklüğü kontrol etmeye odaklanmalıdır. Parasal büyüklükler hedeflenirken dikkat edilmesi gereken diğer bir önemli faktör mali baskının olmamasıdır. Mali baskı para otoritesinin hedeflediği parasal büyüklükleri kontrol edememe olasılığını artırır. Parasal büyüklüklerin



hedeflenmesinin başarılı olmasında diğer bir anahtar faktör para talebinin faiz elastikiyetinin olması gerekmektedir. Para talebinin faiz elastikiyeti yüksek olduğu sürece para politikası faiz üzerinde etkili olabilir. Bu durum iktisadi birimlerin beklentilerini etkiler. Para otoritesinin başarılı olmasında, para otoritesinin hedeflenen parasal büyüklüğü mümkün olabildiğince sürdürmesi ve politika uygulamasının esnek olması gerekmektedir. Para otoritesinin, hedeflediği parasal büyüklükleri mümkün olabildiğince sürdürmesi güvenilirliği artıracaktır. Ortaya çıkacak arz veya talep şokları neticesinde hedeften sapmalar olsa bile para otoritesi hedefi sürdürerek iktisadi birimlerin beklentilerin etkileyebilir. Örneğin Bundesbank halen parasal büyüklükleri hedeflemektedir. Zaman zaman hedeften sapmalar olsa bile Bundesbank'a olan güven sürmektedir. Bunda en büyük etken Bundesbank'ın hedeften sapmalara rağmen, parasal büyüklük hedefini sürdürmesidir (Schmid, 1999: 7-10).

Parasal büyüklüklerin kullanılmasının birkaç avantajı bulunmaktadır. İlk olarak parasal büyüklükler çabuk kontrol edilebilir ve para otoritesi tarafından çabuk müdahale edilebilir. İkincisi, para politikasının yürütülmesi ile ilgili olarak açık, net ve anlaşılabilir bilgiler ortaya koymasıdır. Bu durum iktisadi birimlerin beklentilerini etkilemeyi kolaylaştırır. Parasal büyüklüklerin diğer bir avantajı para otoritesinin bağımsız para politikası yürütme şansına sahip olmasıdır. Böylece para otoritesi ekonomik durumu göz önüne alarak para politikasını yürütebilir. Parasal büyüklüklerin hedeflenmesi reel ekonominin daha az daralmasına yol açar.

Parasal büyüklüklerin yukarıda bahsedilen avantajlarının ortaya çıkması nihai hedef ile parasal büyüklükler arasındaki ilişkinin durağanlığına bağlıdır. Eğer bu ilişki zayıf ise parasal hedeflemede istenilen sonuçlara ulaşılamayacaktır.

1990'lı yıllar ile ortaya çıkan sermaye hareketleri para arzını içselleştirmiştir. Para artık sadece para otoritesi tarafından değil aynı zamanda finans kesimi tarafından da yaratılmaktadır. Bu durum para otoritesinin dar kapsamlı büyüklükleri hedeflemesine neden olmuştur. Ancak dar kapsamlı büyüklüklerin hedeflenmesi fiyat istikrarını sağlama problemini de beraberinde getirmektedir. Bu durum para otoritesinin her ne kadar hedeflediği parasal büyüklüklere ulaşsa bile nihai hedef olan fiyat istikrarını sağlamasını güçleştirmektedir. Çünkü dar kapsamlı parasal



büyüküklerin hedeflenmesi, nominal çapaların bilgi sağlama işlevini yeterince yerine getirmemesine yol açmaktadır.

Parasal büyüküklerin iktisadi birimlerin beklentilerini etkileyebilmesi için ulusal paranın güçlü para olması gerekmektedir. Para ikamesinin yaygın olduğu bir ülkede parasal otorite hedeflediği parasal büyükükleri tutursa bile reel para talebi artmayabilir. İktisadi birimler daha güçlü olan yabancı paraları tutmayı tercih edebilirler. Bu durum parasal büyüküklerin fiyat istikrarını sağlama şansını azaltmaktadır (Mishkin ve Savastano, 2000: 10-1).

Günümüzde gerek sermaye hareketlerinin serbest olması, gerekse para ikamesi nedeniyle para talebinin belirsiz hale gelmesi, parasal büyüküklerin enflasyon ile mücadelede kullanılma şansını azaltmıştır. Dolayısıyla parasal büyükükler artık tek başlarına fiyat istikrarını sağlayacak nominal büyükük olarak kullanılmamaktadır. Parasal büyükükler günümüzde ya ekonomik krizden sonra finansal istikrarın tekrar sağlanmasına yönelik geçiş aşamasında yada enflasyon hedeflemesiyle birlikte kullanılmaktadır (Baydur ve Süslü, 2002: 43).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI UYGULMASINDA ÇAPALAR

#### I-Türk Ekonomisinde Çapaların Rolü

Türkiye'deki enflasyonun birçok nedeni bulunmaktadır. Bu nedenlerden en önemlisi genel fiyatlamadaki kemikleşmiş davranışlarıdır. Yirmi yıldan fazla süredir Türkiye Ekonomisi'nde iktisadi birimlerin fiyatlama kararlarında geçmişe dönük değerleri dikkate aldıkları görülmektedir. Bu durum, fiyatların düşmesini engellemekte, yani fiyatlarda katılık yaratmakta ve enflasyon sürecini beslemektedir.

Fiyatlarda istikrar, teorik bölümde de gösterildiği gibi TCMB'nin geleceğe dönük beklentileri ile iktisadi birimlerin beklentileri örtüştüğü takdirde sağlanabilir. İktisadi birimlerin beklentilerini etkileyebilmek, TCMB politikalarının iktisadi birimlere anlaşılır sinyaller göndermesine ve sistematik davranışlar içermesine bağlıdır. Yani, fiyatlarda istikrar sağlamak, bekleyişlerin hedeflenen enflasyon doğrultusunda oluşturulmasıyla mümkün olabilir.

Çalışmanın birinci bölümünde de gösterildiği gibi TCMB'nin, nihai hedef olan fiyat istikrarına ulaşabilmesi için güvenilirlik kritik öneme sahiptir. Çünkü TCMB, enflasyonu kontrol etmede toplam talebi etkileyecek araçlara sahip olsa bile, fiyatlama sürecinde sadece para otoritesi değil, para otoritesi kadar etkin iktisadi birimlerin davranışları da rol oynamaktadır. Özellikle, para arzının içselleştiği dikkate alınır ise, para otoritesinin tek başına enflasyon hedefini tutturması mümkün değildir. Bu anlamda fiyat istikrarını sağlamak için iktisadi birimlerin fiyatlama davranışları ile TCMB'nin fiyatlama davranışlarının örtüşmesi gerekmektedir. Bunun yolu ise iktisadi birimlerin TCMB'nin politikalarına güvenmelerinden geçmektedir.

İktisadi birimlerin TCMB'ye güvenmeleri, TCMB'nin, politikalarını belirli bir kural dahilinde ortaya koymasını gerektirir. Böylece, para politikasının bünyesinde taşıdığı zaman tutarsızlığı ortadan kalkacak ve iktisadi birimler TCMB politikalarına güveneceklerdir.

Çalışmanın ikinci bölümünde para otoritesinin izleyeceği kural politikasının çapalara dayandığı ortaya konulmuş ve para otoritesinin izleyeceği çapalar ve ideal özellikleri incelenmiştir. Bu anlamda TCMB, iktisadi birimlere güvenilir sinyaller verebilmek; dolayısıyla beklentileri etkileyebilmek için, on yılı aşkın bir süredir parasal büyüklüklerden enflasyon hedeflemesine kadar uzanan ve nominal çapalar etrafında şekillenen para politikaları ortaya koymaktadır. Bu bölümde, ikinci bölümde ortaya konulan nominal çapaların teorik yapısı baz alınarak TCMB'nin uyguladığı para politikalarının gelişimi ve uygulama sonuçları değerlendirilecektir.

TCMB 1990-2004 yılları arasında fiyat istikrarını sağlayabilmek için parasal büyüklükleri, döviz kurunu ve enflasyonun kendisini nominal çapa olarak kullanılmış ve kullanılmaktadır.

GSYİH çapası Dünyada veya Türkiye'de kullanılmış bir çapa değildir. Çünkü para politikası araçları toplam talep kanalıyla GSYİH fiyat bileşenini etkilese de miktar bileşenini etkileme imkanına sahip olmayabilir. Bu nedenle, ideal çapa özelliklerinden biri olan "çapanın kontrolünün kolay olma özelliği" GSYİH çapasında yerine gelmemektedir. Dolayısıyla TCMB'nin geriye kalan üç çapa ile şu veya bu şekilde bir ilişkisi olmuştur. Bu ilişkiye tarihsel bir süreç içinde bakılacak olursa TCMB'nin öncelikle parasal çapalar ile enflasyonla mücadele ettiği söylenebilir. Türkiye 1980 yılında bir taraftan stabilizasyon programı uygulamaya başlarken diğer taraftan da tasarruf düzeyini arttırmak için yapısal değişikliklere gitmek zorunda kalmıştır. Bununla birlikte 1990'lı yıllarda başlayan finansal serbestleşme, ülkenin şartlarına göre kademeli bir şekilde yapılırken; para politikasının kontrolü doğrudan yöntemlerden dolayı yöntemlere kaydırılmıştır. Doğrudan para politikası araçları para miktarını ve faizleri doğrudan kontrol etmeyi hedefleyen, idari kararlar belirlenmiş faiz veya selektif kredi kontrolleri gibi araçlardır. Dolaylı parasal kontrol araçları ise açık piyasa işlemleri veya reeskont işlemleri gibi, piyasa şartlarını etkileyen parasal kontrol araçlarıdır. Doğrudan kontrolden dolayı kontrole geçiş aynı zamanda ekonomide parasal programlama uygulanacaksa, parasal programlama çerçevesinin ve hedefleme tarzının değişmesini gerektirir. Doğrudan parasal kontrol araçları tüm sistemi kapsayan büyüklüklerle uğraşırken, dolaylı parasal kontrol araçlarının hedefleri ise daha çok TCMB bilançosundaki büyüklükler veya TCMB bilançosuna yakın büyüklükler olmaktadır.

Bunlar rezerv para gibi büyüklükler veya para piyasasındaki faizler gibi göstergelerdir (Gökçe, 1995: 110-3).

TCMB enflasyonla mücadelede parasal büyüklükleri veya bilanço büyüklüklerini kullanırken, bu büyüklükleri ele alınan 1990-2004 yılları arasında sürekli olarak değiştirmiştir. Enflasyonla mücadelede Merkez Bankası Parası (MBP), Rezerv Para ve Net İç Varlıklara kadar uzanan değişik parasal büyüklükler TCMB tarafından hedeflenmiştir. Bu bölümün ilk kısmında bu parasal çapalar ve enflasyon açısından yarattıkları sonuçlar incelenecektir. Parasal çapalarla istediği enflasyon oranını tutturamayan TCMB, döviz çapasını da enflasyonla mücadele aracı olarak kullanmıştır. Türkiye önemli ölçüde dış kaynak kullandığından dolayı döviz çapası enflasyon üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Ancak, döviz çapası dezenflasyon programının aksaklıklarından dolayı enflasyon açısından beklenen başarıyı sağlayamamıştır. Döviz çapasının ve dezenflasyon programının incelenmesi bu bölümünün ikinci kısmını oluşturacaktır.

Gerek parasal çapalar ve gerekse döviz çapası, para politikası açısından enflasyonla mücadelede ara hedeflerdir. Merkez bankalarının nihai hedefine (fiyat istikrarı) ulaşabilmeleri için iki temel stratejileri vardır. Birincisi, para politikasını bir parasal büyüklük kontrolü gibi bir ara hedef değişken üzerine kurmak, ikincisi ise nihai hedef üzerine kurmaktır. TCMB ara hedefleri kullanarak enflasyonu kontrol etmede başarısız olduğundan, 2001 yılından bu yana zımni enflasyon hedeflemesi politikası izlemektedir. Enflasyon hedeflemesi bu bölümün üçüncü kısmını oluşturacaktır. Buraya kadar ortaya konulan çapaları sırası ile tasnif edersek üçüncü bölümün inceleme alanları şu şekilde ortaya konulabilir.

- Parasal çapalar: 1990'dan 2004'e kadar geçen sürede farklı parasal çapalar kullanılmıştır ve halen kullanılmaktadır.
- Sabit kur rejimi: Aralık 1999-Şubat 2001 arasında kullanılmıştır.
- Zımni enflasyon hedeflemesi: Mayıs 2001'den bu yana kullanılmaktadır.

İlerleyen kısımlarda da gösterileceği üzere TCMB para politikası her zaman çevresel unsurlar tarafından sınırlandırılmıştır. Bu unsurlardan en önemlisi iç borçlanmadır. İç borçlanma, para politikası açısından değişik dinamikler yaratmaktadır. En önemli etki, para politikası aracı olan faizleri etkilemesinden

kaynaklanmaktadır. Türkiye’de iç borçlanma faizleri enflasyona iki kanaldan etki etmektedir: Birincisi, yüksek faizlerin yabancı para girişine neden olmasıdır. Para ikamesinin yaygın olduğu bir ekonomide yabancı para da talebin bir unsuru haline gelir. İkincisi ise, kamunun borçlanmak için çıkardığı kamu kağıtlarının bankalar tarafından para olarak kullanılabilmesidir ki bu durumda para arzı piyasa tarafından genişletilebilir. Yani para arzı içsel bir değişken haline gelir. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir sistemde para miktarı TCMB tarafından doğrudan kontrol edilemez. Ağırılık, piyasa aktörlerinden yanadır. TCMB’nin, piyasa güdümlü bir para arzını kabul etmekle beraber kamu adına izlediği politikaların, beklentiler kanalıyla faizler ve enflasyon üzerindeki etkisi oldukça yüksektir. Bu duruma örnek olarak TCMB’nin, 1990-2004 yılları arasında kamu borçlanmasını dikkate almak zorunda kaldığı rahatlıkla söylenebilir. Bunun yanında para politikasında nominal çapaların etkili olmasını engelleyen iki unsur daha bulunmaktadır. Ödemeler dengesi ve şoklar. Bu kalemlerdeki gelişmeler de TCMB’nin etkili para politikası yürütmesini önemli ölçüde kısıtlamıştır (Ongun, 2002: 39).

## **II-TCMB’nin Para Politikasının Amaçları ve Kısıtları**

1990’lı yıllarda bilanço büyüklükleri TCMB tarafından operasyonel hedef olarak alınmıştır. TCMB kur, faiz ve fiyatlar genel düzeyini, bilançodaki büyüklükleri değiştirerek etkilemeye çalışmıştır. Merkez bankalarının, bilanço büyüklüklerinin artışını kontrol ederek ekonomideki parasal büyüklüklerin artışını da kontrol edebilecekleri kabul edilir. Parasal büyüklüklerin kontrolünün gerek faizler yoluyla, gerekse krediler yoluyla ekonomideki nominal talep üzerinde de sınırlamaya yol açacağı düşünülerek enflasyon üzerinde düşürücü bir etki yapması beklenmektedir (TCMB Yıllık Rapor, 1998). 1990’lı yıllarda TCMB para politikasını parasal büyüklüklere bağlasa bile, parasal büyüklüklerdeki artışın kaynağının talep yönlü olmasını istemiştir. 1990-2000 döneminde TCMB, paranın artışı kadar kaynaklarına da önem vermiştir. Para artışının kaynağının kamu finansmanı ile ilgili olması enflasyon üzerindeki etkisi, döviz satın alınarak yaratılan para artışının enflasyon üzerindeki etkisinden daha fazla olmaktadır (Baydur, 2001: 142). Bu nedenle, TCMB para artışını kontrol altında tutmaya çalışırken, artışın kaynağının kompozisyonunu değiştirmeye çalışmış ve paradaki artışı net dış kaynaklı olmasına

çalışmıştır. Yani TCMB temelde iç varlık artışını sınırlamaya ve sadece dış varlık artışı karşılığında para yaratmaya çalışmıştır

TCMB 1990-2004 yılları arasında hangi çapayı kullanırsa kullansın, temelde finansal piyasalarda istikrar aramıştır. Çünkü kamunun borçlandığı bir ekonomide finansal piyasalardaki istikrarsızlık, faizleri yükselterek para politikasını kısıtlamaktadır. 1990-2004 yılları arasında TCMB bilanço büyüklüğü olan rezerv parayı kontrol edebilmek için net iç varlık tanımına ve kontrolüne ayrı bir önem vermiştir. Çünkü net iç varlıklar, TCMB'nin mali sistem ve kamu ile olan ilişkilerini gösteren bir kalemdir. TCMB TL'yi dış varlığa dayanarak yaratmak istediğinden, iç varlıkların kontrolü fiyat istikrarı için kilit bir nokta oluşturmaktadır (Erçel, 2000: 7-10).

1990'lı yıllarda TCMB, para programları hedeflerine ulaşmak için hükümetlerden faiz dışı fazla verilmesini özellikle şart koşmuştur. Çünkü TCMB politikası ile maliye politikası birbiri ile uyumlu olmazsa, TCMB hem faizleri hem de kurları kontrol edemez. Kamunun yüksek faizlerle borçlanmaya gitmesi borç stokunu hızla artırır. Artan mali baskı sonucu yükselen faizler bir yandan dış kaynağı ülkeye çekerek TCMB'nin bu kaynağı sterilize etmesini güçleştirecek, diğer yandan da kamu kağıtları para olarak kullanılacağından TCMB'nin parasal büyüklükleri kontrol etmesi engellenecektir. Bu noktada TCMB kamu açıklarının finansmanını sağlamak veya enflasyon ile mücadele etmek gibi bir ikilemin içine düşer. Çok sıkı para politikası, faizleri yükselterek enflasyonu hızlandıracak gibi, kamu finansmanına yardımcı bir para politikası da enflasyonu hızlandıracaktır (Baydur ve Suslu, 2004, 191-204). Bunun yanında dışa açık bir ekonomide, sadece faiz dışı bütçe fazlasının tutturulması yeterli olmaz. Rezerv para hedeflerinin tutturulması için petrol fiyatlarının anormal ölçüde yükselmemesi, iç ve dış alemdeki parasal ve reel krizlerin Türkiye'yi etkilememesi gerekmektedir. Bu değişkenlerde meydana gelecek değişiklikler hedeflerin gözden geçirilmesini gerektirecektir (TCMB Yıllık Rapor, 2001). Dolayısıyla parasal büyüklüklere bakarak TCMB para politikası değerlendirilmek istendiğinde bakılması gereken iki alt kalem bulunmaktadır. Bunlar bütçenin ve faiz dışı fazlanın gelişimi ile ödemeler dengesinin durumudur.



Kamu borçlanmasının 1990'lı yıllardaki gelişimi Tablo 7'de özetlenmektedir. Tablo 7'de de görüldüğü üzere kamunun borçlanma gereği 1990'lı yıllarda sürekli artmıştır. Bu artışla beraber yükselen faizler önemli ölçüde kısa vadeli sermayeyi ülkeye çekerken, Türkiye ekonomisine krizlere karşı hassas bir yapı kazandırmıştır. Borçlanma kağıtlarının para olarak kullanılması da talebi arttıran bir başka faktör olarak TCMB'nin karşısına çıkmaktadır (Saraçoğlu, 1999: 60).

TCMB'nin 1990'lı yıllarda para politikasını etkileyen diğer bir unsur ise sermaye hareketleridir. Tablo 8'e bakıldığında, doğrudan yatırımlardan ziyade kısa vadeli sermaye hareketlerinde yoğunluk olduğu gözlenmektedir. Bu durum para arzının içselleşmesine yol açmaktadır (Ekinci, 1999: 570). Para arzının içselleşmesi para politikasının etkinliğini azaltan bir unsur haline gelir. Tabloya bakıldığında, yoğun bir kısa vadeli sermaye girişinden sonra sermaye girişinden daha fazla sermaye çıkışının olduğu gözlenmektedir. Bu durum nominal çapaların etkinliğini kısıtlayan bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Yoğun sermaye girişi hem para ikamesi sürecini hızlandırarak TCMB'nin etkinliğini azaltmakta, hem de sermaye girişinin sterilizasyonu maliyetli bir süreci de beraberinde getirmektedir. Bu süreç faiz oranlarını arttıran ve dolayısıyla beklentileri olumsuz etkileyen bir durum ile sonlanacaktır. Aynı şekilde sermaye çıkışlarında her ne kadar TCMB dalgalı döviz kuru izlese de, iktisadi birimlerde TCMB'nin rezervi konusunda şüphe uyandıracak ve ülkenin risk primi artacaktır. Bu durum beklentileri olumsuz etkileyerek fiyatlarda istikrarsızlığa yol açacaktır. Dolayısıyla kısa vadeli sermaye hareketlerinin yumuşatılması ve/veya önlenmesi para politikasına esneklik kazandıracak ve para politikasının fiyat istikrarına yönelik başarısını artıracaktır.

**Tablo 7: Kamu Bütçesi, Faiz Dışı Fazla ve Kamu Borçlanma Gereğinin GSMH'ye Oranı (%)**

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Konsolide Bütçe</b>	3.3	3	3	5.3	4.3	6.7	3.9	4	8.3	7.6	7.3	11.9	10.9	15.6	144	11.2
<b>Diğer Kamu</b>	2.7	1.7	0.4	1.1	6.5	5.5	4.4	1.5	0.7	0	2.1	3.7	1.6	0.4	-1	-1
<b>PSBR</b>	6.0	4.7	7.8	10.4	10.8	12.2	8.3	5.5	9	7.6	9.4	15.6	12.5	16	12.8	8.7
<b>Birincil Bütçe Fazlası</b>	-0.9	-0.3	0.5	-1.46	-0.64	-0.83	3.79	3.22	1.76	0.15	4.43	2	5.71	6.70	4.56	5.2
<b>İç Borç Reel Faizi</b>	-7.3	-18.4	-10.2	21.50	24.75	31.47	54.20	30.49	69.45	48.57	45.95	71.03	29	77	45.7	14.7

Kaynak: DİE, [www.die.gov.tr](http://www.die.gov.tr), [www.bumko.gov.tr](http://www.bumko.gov.tr)

**Tablo 8: Türkiye'de Sermaye Akımları ve Cari İşlemler Dengesi (milyon \$)**

Yıllar	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Cari İşlemler Dengesi</b>	-2625	250	-974	-6433	2631	-2339	-2437	-2638	2692	-1364	-9.819	3573	-1552
<b>Doğrudan Yatırımlar</b>	700	783	779	622	559	772	612	554	573	138	112	2769	863
<b>Uzun Vadeli Diğer Sermaye Hareketleri</b>	-547	-635	-938	1370	-784	-79	1636	4788	3985	345	4276	-1131	2170
<b>Kısa Vadeli Ser. Hareketleri</b>	3000	-3020	1396	3054	-5127	3713	5945	1761	2601	759	4250	-11166	-1279
<b>Portföy Yatırımları</b>	547	623	2411	3917	1158	237	570	1634	-6386	3429	1022	-4515	-593

Kaynak: TCMB, Ödemeler Bilançosu Raporu.

### III-Parasal Büyüklükler

1990-2004 yılları arasında TCMB'nin para politikası uygulamalarına bakıldığında değişik parasal büyüklükleri hedeflediği görülmektedir. 1990 yılının ilk yarısında hedeflediği parasal büyüklükler, TCMB Bilançosu, Toplam İç Varlıklar ve Merkez Bankası Parası (MBP) iken, 1995'den sonra hedeflediği büyüklükler küçülmüştür (Çolak, 2001: 6-7). 1990-1994 yılları arasında para programında hedef olarak alınan dört büyüklük vardı. Bunlar; TCMB Parası, Toplam İç varlıklar, Toplam Dış Varlıklar ve TCMB Bilançosu Büyüklüğü idi. Tablo 9'da da görüldüğü üzere TCMB 1990 yılı hariç, bu bilanço büyüklüklerinin artışı kontrol edememiştir. Gerek kamu borçlanması, gerekse yüksek ölçüde dış kaynak kullanımı parasal büyüklüklerde önemli bir istikrarsızlık yaratmıştır (Öcal ve Çolak, v.d., 1997: 314).

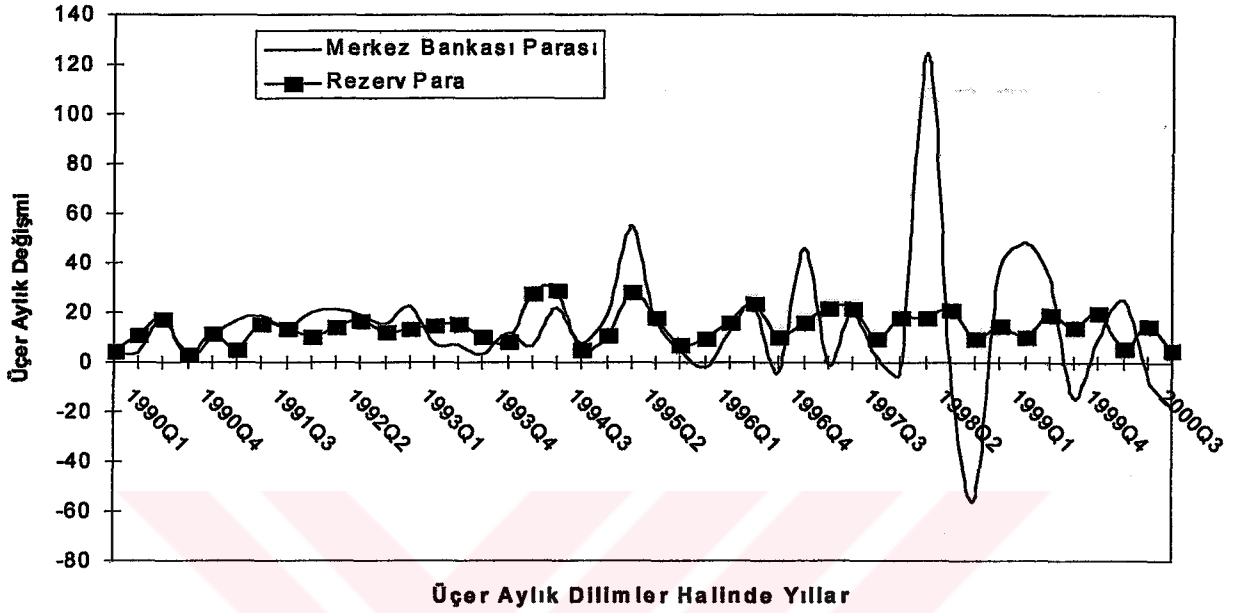
**Tablo 9: 1990-1994 Para Program Hedefleri ve Gerçekleşmeler (%)**

Bilanço Büyüklükleri	1990		1991		1992		1993		1994	
	PH	G	G	PH	G	PH	G	PH	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 (Milyar\$) Pozisyonu	-	-3.90	-2.75	-	-1.59	-	-2.29	-	-3.94	

Kaynak: Baydur, Süslü, 1990'lı Yıllarda Türkiye'de Para Politikası Uygulamaları, PH: Program Hedefi, G: Gerçekleşme

TCMB'nin 1990 yılının ilk yarısında farklı büyüklükleri hedeflemesinin sebebi bu büyüklüklerin kontrolünün giderek zorlaşmasıdır. Örneğin TCMB 1994'e kadar MBP'yi bir operasyonel büyüklük olarak dikkate alırken, daha sonra bu uygulamadan vazgeçmiştir. Bunun nedeni şöyle açıklanabilir: MBP'nin API yoluyla, piyasada oluşan kısa dönemli likidite hareketlerinden doğrudan etkilenmesi, kamu mevduatı gibi TCMB'nin kontrolü dışında ve kısa sürede yüksek değişimler gösterebilen bir değişkeni içermesi, MBP'deki dalgalanmayı arttırmakta ve öngörülebirlirliğini de azaltmaktadır. Grafik 12'de, dalgalanmanın bir göstergesi olarak, MBP ve rezerv paradaki üç aylık değişim istatistikleri bir zaman serisi olarak sunulmaktadır. Görüldüğü gibi, ele alınan dönemin önemli kısmında rezerv parada üç aylık dilimler halinde ortaya çıkan hareketlilik MBP'den daha azdır. Aynı zamanda rezerv para büyüklüğü MBP ile karşılaştırıldığında, yorumlanması ve kamuoyunca anlaşılması daha kolay bir

büyüküktür ve ekonomide ortaya çıkan para talebinin daha iyi bir göstergesidir. Dolayısıyla Rezerv Para MBP'ye göre para programı uygulamasında bir hedef değışken olarak tercih edilmiştir (Baydur, 2001).



**Grafik 12:** Rezerv Para ve TCMB Parasındaki Dalgalanma

TCMB 1996 ve 1997 yıllarında ayrıntıları kamuya açıklanmayan para programı uygulaması gerçekleştirmiştir. Rezerv para değışkeni TCMB'nin operasyonel hedefi olarak alınmış, likidite talebinin üzerinde bir parasal genişlemeden kaçınılmış ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar en aza indirgenmeye çalışılmıştır (Eren, 2002: 653).

**Tablo 10:** TCMB'nin 1996-1997 Yıllarında Hedefleri ve Gerçekleşmeleri

Bilanço Büyüklükleri	1996		1997	
	PH	G	PH	G
<b>Rezerv Para</b>	-	80	-	78
<b>Net İç Varlık</b>	-	-10	-	-48
<b>Net Dış Varlık</b>	-	148	-	116
<b>TEFE</b>	-	84	-	91

*Kaynak:* TCMB Yıllık Rapor 1997

Tablo 10’da da görüldüğü üzere Rezerv Paradaki gelişme, enflasyona koşut bir şekilde, hatta enflasyondan bir parça daha az arttırılarak piyasaların enflasyon ile ilgili beklentilerinin oluşmasındaki belirsizlikleri azaltmıştır. Tablodan da görüldüğü üzere TCMB’nin, beklentilerdeki belirsizliğin kırılması için izlediği politikaların bilançosuna yansması, net iç varlıkların azalması, TCMB’nin döviz pozisyonunun güçlenmesi ve rezerv paranın sadece net dış varlıklardaki artış karşılığı yaratılması şeklinde olmuştur.

1998’de TCMB, IMF ile yakın izleme anlaşması yapmıştır. Bu çerçevede, net iç varlıkların tanımı değiştirilmiş ve para politikası için net iç varlıklar kullanılmaya başlanmıştır (Eren, 2002: 225). 1998’deki yakın izleme anlaşması ile rezerv para yerini yeni net iç varlıklara bırakmıştır. 1998 yılına kadar politika göstergesi olarak alınan rezerv para yerine net iç varlıkların hedeflenmesi ve performans kriteri olarak kullanılmasının nedeni şu şekilde açıklanabilir. IMF ile 26 Haziran 1998 tarihinde bir “Yakın İzleme Anlaşması” imzalanmış ve bu çerçevede TCMB 2 Temmuz 1998 tarihinde yılın ikinci altı aylık dönemi için para programı ilan etmiştir. Söz konusu dönem için açıklanan ve Ekim ayında revize edilen para programı ile hedeflerde değişikliğe gidilmiş ve analitik bilançodaki “Net İç Varlıklar” büyüklüğü yeni bir hedef değişken olarak belirlenmiştir. Bu değişikliğin nedeni ise enflasyonun düşüş trendine girmesi sonucu Türk Lirası talebinde tahmin edilemeyecek kayma olasılıklarıdır. Başka bir ifade ile, enflasyonun düşüş trendine girdiği süreçlerde ekonomik aktivitenin gereği olan rezerv para büyüklüğünün tahmini, bilinen para talebindeki fonksiyonel ilişkinin değişmesi sonucu güçleşmektedir. Bu hedef değişikliği ile TCMB ekonomik aktivitenin gereği olan rezerv para büyüklüğünün tahminindeki söz konusu güçlükleri aşmaya çalışmış ve piyasaların fon talebini ekonomik aktivitenin gereği doğrultusunda gidermeyi amaçlamıştır. Aynı zamanda TCMB belirlenen hedef ile net iç varlıklar kalemını sıkı bir şekilde kontrol ederek, enflasyonla mücadeleye devam edilmesi doğrultusundaki kararlılığını sürdürmüştür (Eren, 2002: 227).

**Tablo 11: TCMB’nin 1998 Yılı Para Programına Göre Bilanço Büyüklükleri Artış Hızlar %**

Bilanço Büyüklükleri	I. Dönem		II. Dönem		III. Dönem	
	PH	G	PH	G	PH	G
Rezerv Para	18-20	17,3	14-16	13.1	-	-
Net İç Varlık (Trilyon TL)	-	-	-	-	700	579

Kaynak: 1998 Yıllık Rapor

1998 para programı üç dönem halinde incelendiğinde, bütçenin faiz dışı dengesinde gözlenen iyileşmenin TCMB'nin rezerv para üzerindeki kontrolünü arttırdığı, rezerv para büyümesinin öngörülen çerçeve içinde gerçekleştiği görülmektedir (Oğuz, 2000: 47). Tablo 11'de vurgulandığı gibi, yılın ilk üç ayında rezerv para % 17.3, ikinci üç ayında ise % 13.1 oranında artarak hedef aralıklarının altında kalmıştır. Aynı dönemde net iç varlıkların azalışı devam etmiştir ve Mart ayı sonuna göre NİV nominal olarak 1319 trilyon Türk Lirası tutarında azalmıştır. Net dış varlıklardaki hızlı artış sonucu değerlendirme hesabındaki artış, APİ yoluyla etkin sterilizasyon yapılması ve Hazine'nin dönem boyunca TCMB'den kısa vadeli avans kullanmaması net iç varlıkların hedeflenen düzeyin altında kalmasına neden olmuştur. Ağustos ayının ortalarında yaşanan Rusya krizi TCMB'nin hedeflerini revize etmesine sebep olmuştur. Ağustos ayında belirsizliğin artmasıyla birlikte TCMB 3.8 milyar ABD Doları rezerv kaybı yaşamıştır. Söz konusu rezerv çıkışı TCMB'nin net rezervlerinin Ağustos ayı sonu itibarıyla 21.5 milyar ABD Dolarına gerilemesine neden olmuştur. Önemli miktarda sermaye çıkışının olması nedeniyle eksi 1500 trilyon Türk Lirası olan net iç varlık hedefi revize edilerek 700 trilyon Türk Lirasına indirilmiştir. Net iç varlıklar büyüklüğü Aralık ayı sonu değeri 579.4 trilyon Türk Lirası seviyesinde gerçekleşerek revize edilen hedefin altında kalmıştır (Baydur ve Süslü, 2002: 56).

Gerek rezerv para açısından, gerekse net iç varlık açısından hedeflenen aralıklara, 1998 Rusya krizine rağmen ulaşılmıştır. Bu dönemde gerçekleşen enflasyon % 54 olmuştur. Rezerv paradaki artışın enflasyonun üzerinde olmasının iki nedeni bulunmaktadır. Net dış kaynak girişi önemli ölçüde artmış ve yaşanan kriz nedeniyle piyasalar TCMB tarafından fonlanmıştır (Keyder, 1999: 367). Buna rağmen 1996 ve 1997 yılında da olduğu gibi 1998'de de parasal büyüklükler enflasyona koşut, hatta biraz altında arttırılarak kredi kazanılmaya çalışılmıştır denilebilir.

1999 yılı Haziran ayında IMF ile yapılan görüşmelerde "Yakın İzleme Anlaşması"nın programa bağlı ve mali destekli bir stand-by anlaşmasına dönüştürülmesi benimsenmiş ve 2000-2002 döneminde uygulanacak makro ekonomik politikaların çerçevesi çizilmiştir. 9 Aralık 1999 tarihinde Türk hükümeti tarafından verilen niyet mektubu, 22 Aralık 1999 tarihinde IMF İcra Kurulu tarafından onaylanmıştır. Üç yıllık bir dönemi kapsayan enflasyonu düşürme programı, maliye,



gelirler, kur ve para politikalarının yanı sıra yapısal düzenlemeleri de kapsamaktadır. Programın temel amaçları; tüketici enflasyonunu 2000 yılı sonunda yüzde 25'e, 2001 yılı sonunda yüzde 12' ye ve 2002 yılında yüzde 7'ye indirmek, reel faiz oranlarını makul düzeylere düşürmek, ekonominin büyüme potansiyelini arttırmak ve ekonomideki kaynakların daha etkin ve adil dağılımını sağlamasıdır. Enflasyonu düşürme programının üç temel unsuru bulunmakta idi (Baydur, 2001). Bunlar;

a) Sıkı maliye politikası uygulayarak faiz dışı fazlanın artırılması, yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve özelleştirmenin hızlandırılması<sup>26</sup>,

b) Enflasyon hedefleriyle uyumlu bir gelirler politikası uygulaması,

c) Ekonomik birimlere uzun vadeli bir bakış açısı kazandırmak için enflasyonun düşürülmesine odaklanmış kur ve sıkı para politikaları uygulamasıdır (Çolak, 2002: 169).

2000 yılı para programı, yapılan stand-by anlaşması ile kur politikası yönlendirilmiş kur isteminden enflasyona hedef olan kur sistemine dönüştürülmüştür. Döviz kuru enflasyon beklentilerini kırmak için çapa olarak kullanılmıştır. Döviz kuru nominal çapası ayrı bir bölüm içinde inceleneceğinden burada detay verilmeyecektir.

Stand-by anlaşması ile gelen 2000 yılı para programı bilanço büyüklüğünü gösteren rezerv para tanımını yeniden değiştirmiştir. Rezerv Para göstergesinin altındaki bankaların döviz mevduatı kalemi, net dış varlıklara ilave edilmiştir ve yeni net dış varlıklar tanımına ulaşılmıştır.

**Tablo 12: 2000 Yılı Stand-by Anlaşmasına Göre Analitik Bilanço Büyüklükleri (Milyar TL)**

	Oca.00	Mar.00	Eyl.00	Kas.00	Ara.00	Oca.01
<b>1-PARA TABANI</b>	3.877.093	4.282.356	5.079.715	4.998.452	5.417.837	4.841.545
<b>2-NET DİŞ VARLIKLAR</b>	5.063.568	5.608.790	7.028.740	6.283.130	3.802.264	5.557.454
<b>3-NET İÇ VARLIKLAR</b>	-1.186.474	-1.326.434	-1.949.025	-1.284.678	1.615.573	-715.909
<b>NET İÇ VARLIKLAR *</b>	-1.163.665	-1.073.758	-1.129.471	-249.270	2.556.538	67.260

Kaynak: [www.tcmb.gov.tr/Veri Dağıtım Sistemi](http://www.tcmb.gov.tr/Veri_Dagitim_Sistemi)

\*Değerleme Hesabı Hariç

Değerleme hesabı hariç net iç varlıklar değişkeni ise 2000 yılı boyunca performans kriteri olmuştur. Dönem sonu itibarıyla net iç varlıkların alabileceği

<sup>26</sup> Yapısal tedbirler ile ilgili daha geniş bilgi için bkz: Oğuz Esen, 2002

maksimum değer -1200 trilyon TL olarak belirlenmişti. Yani dönem boyunca net i varlıkların maksimum değeri, para tabanının +/- %5 fazlası veya eksiğinin -1200 trilyona ilave edilmesi ile hesaplanmıştır. Boye bir bant uygulamasının altında yatan mantık faizlerin aşırı dalgalanmasını önlemektir. TCMB geçmiş dönemlerde uyguladığı döviz karşılığında TL yaratma politikasını bu dönemde de sürdürmüştür. Fakat önemli bir farklılık vardır: Geçmişte döviz girişlerinin arttığı dönemlerde TCMB likiditeyi sterilize ederek net i varlıkları azaltma politikasına son vermiş ve parasal tabandaki dövize dayalı artışı tamamen serbest bırakmıştır (TCMB, 2000). Tablo 12'ye bakıldığında TCMB, hedeflenen büyüklük olan NİV'i 1200 trilyon TL +/- %5 fazlasından meydana gelen bir bant içerisinde tutturmayı başarmıştır (Özel, 2000: 71).

Net uluslararası rezervler, para programının ilk altı ayında performans kriteri olarak kullanılmıştır. 2000 yılı boyunca net uluslararası rezerv büyüklüğü 12 milyar dolar olarak belirlenmiştir. Bu değer yılın her çeyreğinde 750 milyon dolar ilave edilerek yeniden belirlenmiştir (TCMB, 2001).

2000 yılının sonunda yaşanan mali kriz TCMB'nin para politikası hedeflerini yeniden değiştirmesine neden olmuştur. Kasım ayının ikinci yarısında başlayan süreç sırasında, mali piyasalarda yaşanan kriz ve bunu takip eden döviz talebi artışı, TCMB'nin döviz rezervlerinin hızla azalmasına neden olmuştur. Aynı dönemde TCMB, krizin bankacılık sistemi üzerinde yaratacağı olumsuz etkiyi göz önüne alarak ve Uluslararası Para Fonu ile de görüşerek, net i varlık kaleminde bant dışına çıkmış ve gerekli likiditeyi sisteme vermiştir. Bu gelişmeler çerçevesinde yıl sonu net i varlıkların tavan değeri de revize edilmiştir.

Krizden sonra gelen yenilik TCMB'nin 30 Haziran 2001 tarihinden sonra net i varlıkları performans kriterini kullanmaktan vazgeçmesidir. Bunun nedeni sermaye hareketlerinin istikrarsız doğasıdır. Kademeli olarak genişleyen kur bandı uygulaması ile birlikte, 2001 yılı ikinci yarısında, net i varlıklar politikası daha esnek olacak ve para politikası daha aktif olarak uygulanabilecektir. Düşen enflasyon ortamında, para talebi tahmininin zorlaşması ve de 2001 yılının ilk yarısında yabancı sermaye girişlerinin ulaşacağı boyutun belirsizliği nedeniyle, 2001 yılı ikinci yarısındaki net i varlıklar tavan değerleri, gösterge niteliğinde açıklanmıştır (TCMB, 2001).

Ancak beklenen gelişme 2001 yılının ikinci yarısında değil yılın ilk ayında gerçekleşmiş, TCMB tekrar revizyona gitmek zorunda kalmıştır. Ocak ayı boyunca, TCMB rezervleri hızlı bir artış eğilimine girmiş ve 5 Şubat 2001 tarihi itibariyle rezervler 25.6 milyar ABD dolarına yükselmiştir. IMF'den sağlanan ek rezerv kolaylığı bu girişe eklenince TCMB'nin rezervleri kriz öncesi seviyesinin üzerine çıkmıştır (TCMB, 2001). Net iç varlıklar büyüklüğünün rezerv hareketleri sonucunda, hızla düşmesi, bu büyüklük ile ilgili daha önce açıklanan hedefin işlevselliğinin ortadan kalkmasına neden olmuştur. Para politikasının rahat bir şekilde öngörülebilmesini sağlamak için TCMB net iç varlıklar hedef büyüklüklerini, aşağıya doğru revize etmiştir.

TCMB, 30 Ocak 2001 tarihli ek niyet mektubu ile net iç varlığı sabit tutma politikası ile döviz karşılığında parasal tabanı genişletme politikası terk edilmiştir. Bunun yerine TCMB, NİV büyüklüğünün hedef değerini yükselterek, piyasayı yönlendirmek istemiştir (TCMB, 2002). Yapılan politika değişikliğinin özü, TCMB'nin sermaye girişlerinin etkilerini aktif net iç varlık politikası ile sterilize etmesinden oluşmaktadır. Böylece TCMB 2000 yılı Stand-by anlaşması öncesi politikasına dönmeyi planlamıştır. Böylece kısa vadeli faizlerin kontrol edilmesi amaçlanmıştır. Kasım krizi sonucu oluşan faizler, para politikasının uygulamasını olağan üstü zorlaştırmıştır. Faiz, enflasyon ve kur arasındaki dengeler bozulmuştur. Bu şartlar altında TCMB para politikası yardımı ile kısa vadeli faiz oranını kontrol ederek, veri kur politikası şartlarında faiz oranlarını ve enflasyonu düşürmek için kullanmayı planlamıştır.

TCMB herhangi bir kriz anında artan likidite ihtiyacını karşılayabilmek için yeni para politikasını daha esnek tanımlamıştır. Ancak TCMB para politikası açısından öngörülmeleyen durumlarda nasıl bir politika izleyeceğini önceden belirlemesi gerekir. Aksi takdirde esneklik tesadüfi bir şekilde piyasaya müdahaleye döndürür ki, bu güvenilirliği azaltarak belirsizliği artırır, krizlere kapı açar veya hızlandırır. Belirsizliği arttırmamak için TCMB esnek para politikasının nasıl olacağını da 30 Ocak tarihli mektubunda ortaya koymuştur. Önemli miktarda mevduat çıkışı olması halinde, krizden etkilenen TMSF bünyesindeki bankaya (bankalara), mevduat garantisinin uygulanabilmesi için, TCMB'nin gerekli likiditeyi vermesi kararlaştırılmıştır. Ancak

Merkez Bankası NİV'in artışı açık piyasa işlemleri ile üst limitte sınırlandırmayı planlamıştır. Böylece TCMB parasal tabanı genişletmeksizin, likidite artışı kompozisyon değişikliği ile sağlamayı kararlaştırmıştır. Bu durum 2000 yılı para programı uygulamasından daha farklı bir uygulamadır. Eğer 2000 yılı para programında belirlenen performans kriterlerinin ötesine geçilirse TCMB gerekli önlemleri alarak bu eğilimleri kırmaya çalışacağını deklere etmiştir. Fakat bunu nasıl yapacağını belirtmemiştir (TCMB, 2000).

Sermaye hareketlerindeki istikrarsızlık, yaşanan Kasım 2000 Krizi ve para talebindeki belirsizlik TCMB'nin para politikasının değişmesine neden olmuştur. 2001 yılının ikinci yarısında dövizde bant uygulamasına geçilmesinden itibaren kademeli olarak artan esneklik, TCMB tarafından ana hedef olan fiyat istikrarı sürecinin devamını sağlamak amacıyla kullanılacaktır. Dolayısıyla, döviz kuru merkezli bir parasal çerçeveden yavaş yavaş, başka birçok ülkede başarıyla uygulamaya alınmış olan resmi enflasyon hedefleme merkezli bir çerçeveye geçilmesi anlamına gelmektedir. Ancak Kasım'da yaşanan kriz TCMB'yi zor durumda bırakmıştır. Şubat ayında, Hazine ihalesi öncesindeki olumsuz gelişmeler, uygulanan programa olan güvenin tamamen kaybolmasına neden olmuş ve Türk Lira'sına karşı ciddi bir atak meydana gelmiştir. Nitekim, 19 Şubat'ta bir gün valörlü 7.6 milyar Dolarlık döviz talebi olmuş, TCMB yüksek seviyedeki bu döviz talebine karşı likiditeyi kontrol etmeye çalışmış, likidite sıkışıklığı, özellikle kamu bankalarının aşırı düzeydeki günlük likidite ihtiyaçları nedeniyle ödemeler sisteminin kilitlenmesine neden olmuştur. Bu ortamda, uygulanmakta olan döviz kuru sisteminin sürdürülmesinin ekonomiye getireceği zararlar göz önüne alınarak, döviz kurları 22 Şubat'ta dalgalanmaya bırakılmıştır (TCMB, 2001).

Bankacılık sektöründe yaşanan kriz neticesinde TCMB son kredi merci olarak sistemi fonlamıştır. Tablo 13'de görüldüğü üzere 2001'de net iç varlıklar yaklaşık 20 katrilyon TL genişlemiştir. Ortaya çıkan likidite genişlemesinin hiper enflasyona dönüşmemesi için, IMF'den sağlanan kaynakla fazla likidite API (doğrudan alım) yoluyla sterilize edilmiştir (TCMB, 2001).

**Tablo 13: 2000-2002 Arasındaki Dönmede Parasal Büyüklüklerin Gelişimi**  
(Trilyon TL)

Büyüklükler	2000		2001		2002	
	PH	G	PH	G	PH	G
NİV	-1.308	1.060	22.400	17.933	33.139	28.603
NDV*	10.400 <sup>R</sup>	13.038	-600	-304	-9700	-4164
Parasal Taban	-	-	7.750**	7.140**	10.850	10.720
Enflasyon(%)	25	54.6	-	68	35	29.5

Kaynak: [www.tcmb.gov.tr/YülıkRaporlar](http://www.tcmb.gov.tr/YülıkRaporlar), PH: Performans Hedefi,  
G: Gerçekleşme, R: Revize edilmiş, \* Milyon Dolar, \*\*Gösterge hedef,

2002 yılı başından itibaren uygulamaya konulan ve IMF tarafından stand-by anlaşmasıyla desteklenen program kapsamında enflasyonu düşürmeye ve istikrarlı büyümeyi sağlamaya yönelik politikalar uygulanmaya başlamıştır. Programla beraber örtük enflasyon hedeflemesi uygulansa bile, parasal çapların kullanılmasına devam edilmiştir. Burada enflasyon hedeflemesi ayrı bir başlık altında ele alınacağı için üzerinde durulmayacaktır. Bu program çerçevesinde 2002 yılında para politikası, TCMB bilanço kalemlerine ilişkin belirlenen hedefleri sağlamaya yönelik olarak önemli miktarda faiz dışı fazla hedeflerine dayanan sıkı maliye politikaları ile uyumlu olarak yürütülmüştür. 2002 yılı için para tabanı büyüme hedefi, yüzde 40 olarak belirlenmiş ve yıl sonu itibarıyla bu hedef tutturulmuştur. 2002 yılında belirlenen net iç varlıklar ve net uluslararası rezervlerde hedeflere ulaşılmıştır. Para tabanı, 2003 yılında resmi enflasyon hedeflemesine geçilinceye kadar, ileriye yönelik belirsizlikleri azaltmak ve beklentişleri şekillendirmek amacıyla, TCMB bilançosunun hedef değişkeni ve para politikası çerçevesinin temelini oluşturan performans kriteri olmayı sürdürmüştür. 2003 yılı için programın nominal çapası olarak kabul edilen para tabanı artış oranı, enflasyon ve büyüme oranları ile tutarlı olacak şekilde belirlenmiştir. Diğer yandan; net uluslararası rezervler performans kriteri ve net iç varlıklar hesabı ise gösterge niteliğinde değer olarak takip edilmiştir. 5 Nisan 2003 tarihli Niyet Mektubu'nda belirlenen söz konusu büyüklük hedeflerine Nisan, Haziran ve Eylül ayları itibarıyla ulaşılmıştır (Çolak,v.d.,2004).



**Tablo 14: 5 Nisan 2003 Tarihli Niyet Mektubu'ndaki Hedef Parasal Büyüklükler**  
(Trilyon TL)

	Para Tabanı	Net İç Varlıklar(NİV) (1)	Net Uluslar Arası Rezervler (NUR)(Milyon Dolar) (2)	TCMB Net Uluslar Arası Rezervleri (NUR) (Milyon Dolar)
30 Nisan 2003 (3)	12 800	32 800	-6 500	8 800
30 Nisan 2003 (4)	11 883	30 951	-5 996	9 364
30 Haziran 2003 (3)	13 200	34 100	-7 000	9 300
30 Haziran 2003 (4)	13 039	29 395	-3 865	10 564
30 Eylül 2003 (3)	14 100	33 800	-6 000	10 200
30 Eylül 2003 (4)	13 877	22 968	1 504	8 918
31 Aralık 2003 (3)	14 300	34 200	-6 000	10 600

Kaynak: TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr> (22.06.2004)

- (1) Net iç varlıklar hesabı, TCMB bilançosunun net iç varlıklar hesabına Hazine'nin IMF yükümlülüklerinin ve bir yıldan kısa vadeli yabancı para (YP) cinsinden borçlarının eklenmesinden oluşmaktadır.
- (2) Net uluslar arası rezervler, TCMB'nin net uluslar arası rezervlerinden Hazine'nin IMF'ye olan yükümlülükleri ve vadesi 1 yıldan kısa döviz cinsinden borçlarının çıkarılması ile bulunmaktadır.
- (3) Bu değerler para tabanı ve NUR için performans kriteri, NİV için ise gösterge niteliğinde değerlerdir.
- (4) 5 Nisan tarihli Niyet Mektubu'ndaki hedef değerlerin ay sonu itibarıyla gerçekleşme düzeyleridir.

Özetle; 1990-2004 yılları arasında parasal büyüklükler, TCMB'nin fiyatlarda istikrar sağlama çabasında baş stratejisi olmuştur. TCMB bu dönemde para yaratma sürecini dış varlıklara dayandırmak istemiştir. Piyasadaki ek para hacmi dış varlıklara dayandırılarak yaratılmak istenirken, kamunun ve TCMB tarafından finansmanın önüne geçilmeye çalışılmıştır. Faiz dışı bütçe fazlası verildiği dönemlerde TCMB net iç varlıkları kontrol etme hedeflerine rahatlıkla ulaşabilmiştir. Fakat 1990'lı yıllarda;



1991'deki Körfez Savaşı, 1992 ERM Krizi, 1994-95 Meksika ve Brezilya Krizi, 1997'deki Asya Krizi 1998'deki Rusya krizi ve 2000 yılı para krizleri, net iç varlıkların kontrolünü zorlaştırmıştır. Artan finansal serbestlik, para ikamesi ve sermaye hareketlerinin oynak doğası TCMB'nin operasyonel hedeflerini veya performans kriterlerini anlamsız hale getirmiş, TCMB'nin ara hedef olarak aldığı değişkenlerin sürekli küçültmesine neden olmuştur. 1990 yılında bilanço büyüklüğü, toplam iç varlıklar, net iç varlık ve MB Parası hedeflenirken, 1995 yılından sonra rezerv para hedeflenmeye başlanmıştır. Rezerv paranın tanımları zamanla değiştirilmiş 1998'den itibaren performans kriteri net iç varlıklar olmuştur. Bu kriterde 2002 itibaren göstergeye dönüştürülmüş parasal taban performans kriteri olarak varlığını devam ettirmiştir. Ara hedef değişkenlerinin değişmesine rağmen 1990'lı yıllar boyunca TCMB net iç varlık hedef değişken olarak kullanmıştır, denilebilir. Dolayısıyla TCMB'nin 1990'lı yıllardaki politikasının gelişimi net iç varlıkların gelişimine bakılarak yorumlanabilir. Bir cümle ile ifade edilirse; TCMB'nin ne kadar para yarattığının sağlıklı ölçüsü, net iç varlıkların büyüklüğü ve belli bir zaman dilimi içindeki değişme hızı olmaktadır (Gökçe,1992). Bu amaçla düzenlenen TCMB analitik bilançosu Tablo 15'de verilmektedir.

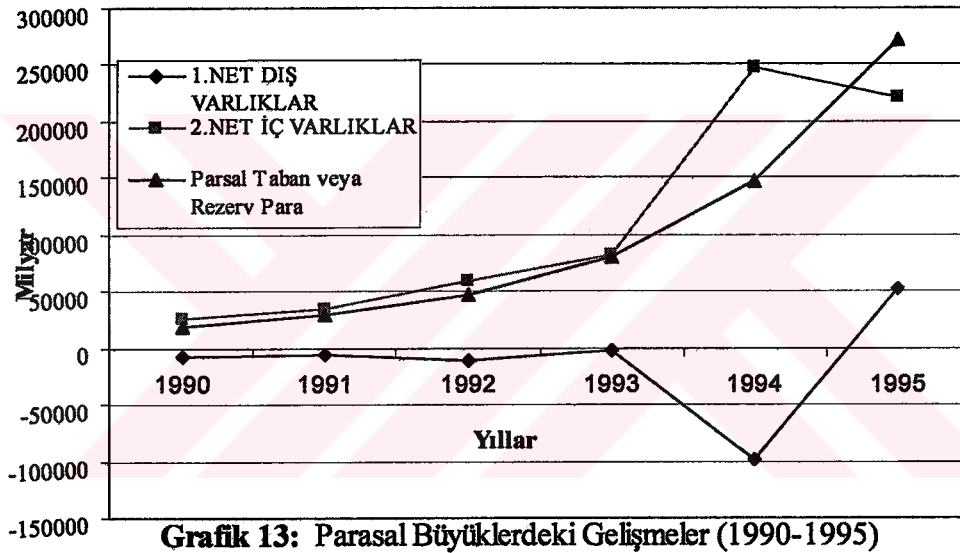
Tablo 15: TCMB Analitik Bilançosu (Milyar TL, 1990-2003)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>AKTİF</b>														
<b>1.NET DİŞ VARLIKLAR</b>	19462	28826	46849	79674	147307	271631	462032	866502	1615160	2785904	4539844	6726945	9466758	13541161
A.Dış Varlıklar	-6857	-5861	-11665	-1817	-99111	51424	194159	701504	2083163	3653878	5853289	-6762913	-461767	4561142
B.Dış Yükümlülükler	22058	31116	52101	104055	238266	724420	1493664	3125664	6607176	10905972	17159636	147890	35975349	45346721
C.Bankaların Döviz Mevduatı	-23450	-29950	-50355	-84425	-271655	-549263	-1055012	-1883418	-3421177	-5263037	-7576306	1923195	-25093265	-257867793
2.NET İÇ VARLIKLAR	-5465	-7027	-13411	-21447	-65722	-123733	-244493	-540742	-1102836	-1989057	-3730041	-8833998	-9846427	-9815624
A.Kamuya Açılan Nakit Krediler(Net)	26318	34687	58514	81491	246418	220207	267875	164998	-468003	-718354	-1313444	13489858	9928525	8980020
146	5098	34152	61936	61936	164130	243182	384516	356910	-35515	-311323	-1557894	17263985	23790309	23422064
a.Kamuya Açılan Nakit Kr	6186	12721	48132	89335	187280	341539	617461	828773	767840	676746	252298	21363997	29746757	29578694
b.Kamu Mevduatı	-1495	-2346	-5766	-11834	-4119	-9507	-20544	-127488	-196061	-199344	-452220	-1210377	-1017621	-1593944
c.Döviz Ol. Takip Ol. Mev.	-4545	-5277	-8214	-15565	-19031	-88850	-212401	-344375	-607294	-788725	-1357972	-2889635	-4938827	-4562686
B.Fon Hesabı	-475	-865	-1664	-2171	-2299	-3923	-6486	-20949	-29947	-21633	-80031	-146904	-136490	-75337
C.Banka Dışı Kesimin Mevduatı	-347	-356	-363	-603	-789	-1893	-2804	-3216	-9664	-13522	-33029	-36993	-32106	-26400
D.Bankalara Açılan Nakit Kr	4176	5906	6969	14365	15567	12080	10734	7540	7534	7531	33734	750082	736539	70637
E.Açık Piyasa İşlemleri	266	-1468	-12078	-19154	-8041	-71384	-28760	94233	281802	952368	2392369	1659339	-6887673	-8629615
F.Diğer Kalemler	-1163	-1961	-2047	-3620	-14889	-11702	-111787	-163822	-443066	-895229	-1641960	-5776185	-6670711	-5886869
G.Değerleme Hesabı	23715	28333	33545	30738	92739	53847	22462	-105698	-239147	-627180	-617267	-487693	-958259	94360
H.İMF Acil Yardım hes	0	0	0	0	0	0	0	0	0	190634	190634	190634	86917	0
<b>PASİF</b>														
<b>1.REZERVPARA(Parasal Taban)</b>	19462	28826	46849	79674	147307	271631	462032	866502	1615160	2785904	4539844	6726945	9466758	13541161
A.Emisyon	11594	18466	28837	51366	94744	180262	303742	577095	1047703	1668399	2750929	4621020	6584337	9604034
B.Bankalar Zor Karşılıkları	6566	8582	15099	24310	46841	84496	134349	252056	513383	1002477	1221131	1338443	1629098	1976366
Bankalar serbest imkanı	1302	1778	2913	3998	5722	6873	23941	37351	54074	115028	567784	767482	1253323	1960761
1.NET DİŞ VARLIKLAR	-6857	-5861	-11665	-1817	-99111	51424	194159	701504	2083163	3653878	5853289	-6762913	-461767	4561142
2.NET İÇ VARLIKLAR	26318	34687	58514	81491	246418	220207	267875	164998	-468003	-718354	-1313444	13489858	9928525	8980020
REZERVPARA(Parasal Taban)	19462	28826	46849	79674	147307	271631	462032	866502	1615160	2785904	4539844	6726945	9466758	13541161

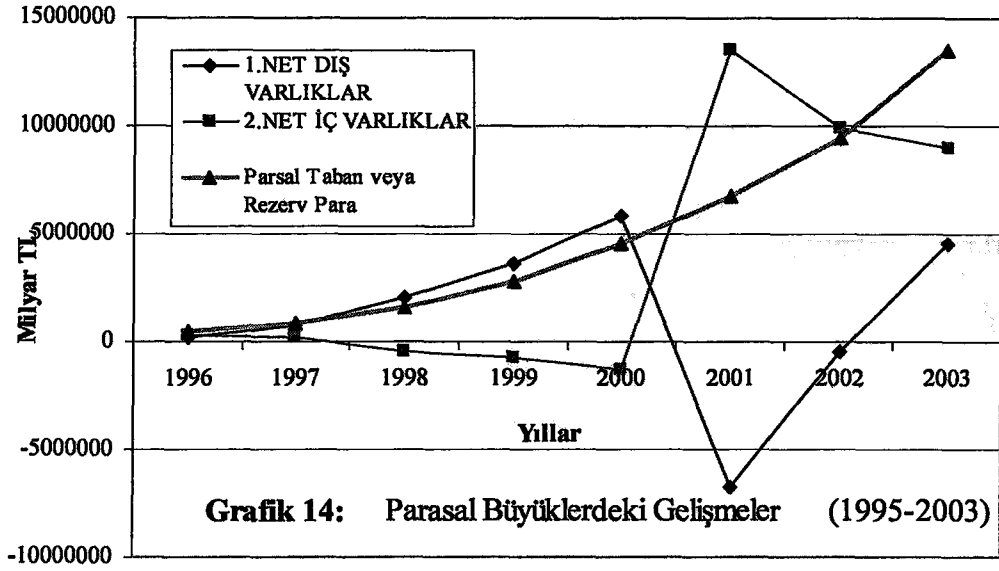
Kaynak: TCMB

Genel olarak 1990'lı yıllardaki para politikasını değerlendirmek istendiğinde; TCMB'nin amaçlarını hatırlamak gerekmektedir. Bu amaçlar fiyat istikrarını ve finansal istikrarı korumaktır. Bu doğrultuda TCMB 1990 yıllar boyunca para politikasını aşağıdaki unsurlara dayandırmıştır.

i- TCMB, 1990 yılında parasal tabanı net dış varlıklara istinaden artırmak istemiştir. Oysa aşağıdaki iki grafik incelendiğinde 1990-1995 yılları arasında parasal tabanın iç varlıklara dayanarak artırıldığı anlaşılmaktadır. İç varlıklar, mali kesimle (özellikle hükümetle) TCMB arasındaki parasal ilişkinin büyüklüğünü tanımlayan bir bilanço unsurudur.



Grafik 13'de görüldüğü üzere mali disiplinden uzaklaşma direkt ve dolaylı bir şekilde TCMB kaynaklarının kullanımını doğurmuştur (Çolak, 2001: 20-2). Para program uygulamalarının detayında da vurgulandığı üzere 1990-1995 yıllarında bilanço büyüklükleri hedeflense bile gerekli yapısal şartlar yerine getirilmediğinden, hem enflasyon artmış hem de enflasyona koşut bir şekilde TCMB iç varlıklara dayanarak parasal tabanı artırmıştır. Bu süreç Grafik 13'de görüldüğü üzere, 1996'ya kadar devam etmiştir. 1996'dan sonra başlayan göreceli mali disiplin ve artan dış kaynak girişinin sonucunda parasal taban dış kaynaklara dayanılarak artırılmıştır.



Kasım 2000 krizine kadar bu süreç TCMB'nin istediği yönde gelişmiştir. Kasım ve Şubat krizlerinde TSMF fonundaki bankaların fonlanması için önemli ölçüde TCMB kaynaklarına başvurulmuştur. Ancak ortaya çıkan likitide genişlemesinin hiper enflasyona dönüşmemesi için sterilize edilmesi gerekmiştir. Bu da Grafik 14'de görülmektedir. Dolayısıyla 1990 yılının ikinci yarısından sonra TCMB'nin para yaratma süreci, istediği şekilde gelişmiştir. Eğer para yaratma sürecinin sağlıklı gelişimi için enflasyon ve milli gelir artışının toplamı kadar para yaratma kriteri kullanılırsa, TCMB'nin sıkı para politikası izlediği söylenebilir.

Tablo 16'ya bakıldığında iç varlıkların artış hızı kriz dönemleri hariç enflasyonun altında kalmıştır. TCMB'nin böyle bir politika izlemesinin amacı toplam talebi kontrol etmektir. Kamunun borçlandığı bir ekonomide gevşek para politikası hiper enflasyona yol açacağından, TCMB, para politikasının kontrol edebildiği unsuru olan net iç varlıkları sıkı bir şekilde kontrol etmiştir. Tablo 16'da bu durum net iç varlıkların gelişimi ile enflasyonun seyrinin birbiri ile kıyaslanması sonucu rahatlıkla görülebilir.

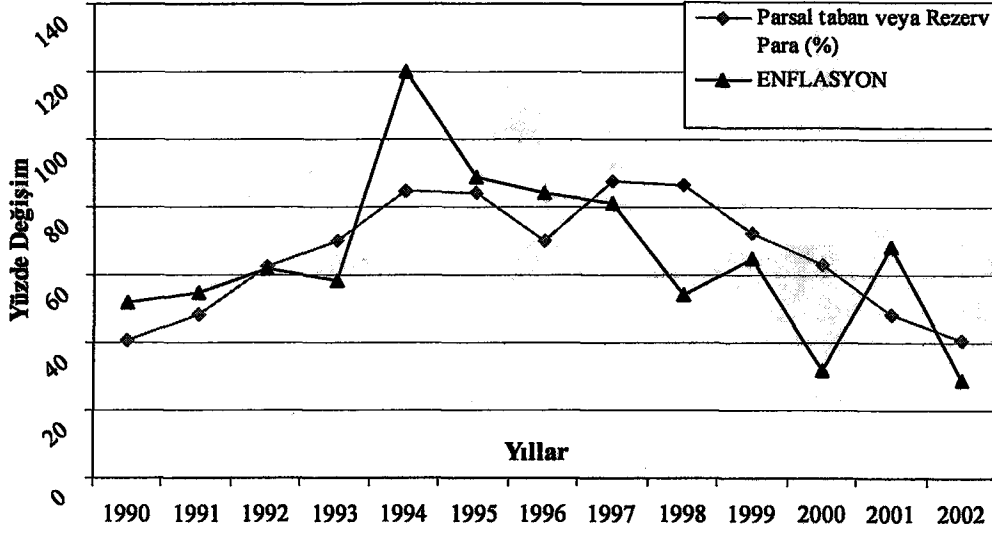
**Tablo 16: 1990 yıllarda Para Politikasının Genel Değerlendirilmesi**

Yıllar	Parasal taban veya Rezerv Para (%)	Net İç Varlık (%)	Enflasyon	Politika Türü
1990	40.3	35.3	52	ihtiyari
1991	48.1	31.8	55	ihtiyari
1992	62.5	68.7	62	ihtiyari
1993	70.1	39.3	58	ihtiyari
1994	84.9	202.4	120	ihtiyari
1995	84.4	-10.6	89	ihtiyari
1996	70.1	21.6	84	ihtiyari
1997	87.5	-38.4	81	ihtiyari
1998	86.4	-383.6	54	taahhüt
1999	72.5	-53.4	65	deprem
2000	63.0	-82.9	32	taahhüt
2001	48.2	1127.0	68	ihtiyari
2002	40.7	-26.4	29	taahhüt
2003	43.0	-9.6	23	taahhüt

Kaynak. [www.tcmb.gov.tr/](http://www.tcmb.gov.tr/)

ii- Parasal çapalar enflasyona yönelik kullanılmıştır. Bütçe disiplini ve dışsal şokların imkan verdiği ölçüde enflasyon hedeflerini açıklamış parasal tabanı buna göre artırmıştır. Tablo 16'a bakıldığında 1998-2003 yıllarında parasal büyüklükler hedeflenen enflasyon değerlerine göre açıklanmıştır. Bu dönemlerde özellikle 2000 yılından sonra gerekli yapısal tedbirler alındığında parasal çapaların, enflasyonu düşürmede enflasyon hedeflemesi kadar olmasa bile başarılı bir rol oynadıkları söylenebilir. Grafik 15'e bakıldığı zaman görülmektedir ki TCMB parasal tabanı enflasyona koşut bir şekilde artırmaya çalışmıştır. Böyle bir politika izlemesinin nedeni de toplumsal konsensüsün oluşmadığı 1990'lı yıllarda ekonomik istikrarı koruyabilmektir.

Sonuç olarak 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 nominal çapa özelliklerini yeterince yerine getirememişlerdir.



**Grafik 15: Parsal Büyüklüklerdeki Değişim (1990-2003)**

TCMB fiyat istikrarı sağlamak için parasal büyüklüklerin yanında döviz kurunu nominal çapa olarak kullanmıştır. Dolayısıyla döviz kuru nominal çapasını incelemek enflasyon mücadele sürecini anlamak açısından önemli bir makro ekonomik büyüklük haline gelmektedir.

#### **IV-TCMB'nin Döviz Kuru Politikası Uygulama Sonuçları**

Döviz kuru hedeflemesi için döviz kuru ile enflasyon arasında güçlü bir ilişkinin olması gerekmektedir (Kemer, 1996: 2). Döviz kuru hedeflemesi, genelde ödemeler bilançosunun fiyatlar kanalı ile ekonomi üzerindeki etkisi büyükse uygun bir nominal çapa olmaktadır. Türkiye GSMH'nın % 25'i oranında ithalat yapan bir ekonomik yapıya sahiptir. Bunun yanında dolaşımda olan yabancı paraların ağırlığı dikkate alındığında (Türkiye'de 50 milyar dolara yakın döviz tevdiat hesabı bulunmaktadır) kurların hedeflenmesi enflasyon beklentilerini kırmada daha etkili olduğu söylenebilir. Tablo 17'de bu durumun altını çizmektedir. Gerek dışa açıklık oranının ve yabancı girdi kullanımının yüksek olması, gerekse para ikamesinin varlığı Türkiye'de kurların yüksek bir geçiş etkisini ortaya çıkarmaktadır (Arat, 2003: 64-79).



**Tablo 17: Türkiye’de Dışa Açıklık ve Para İkamesi Oranı (%)**

Yıllar	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
(X+M)/Y	0.36	0.38	0.43	0.47	0.44	0.59	0.45	0.59
M <sub>2y</sub> /M <sub>2</sub>	1.87	1.88	1.95	1.78	1.72	2.13	2.16	1.82

Veriler, [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr) adresinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Kurların fiyatlar genel düzeyini etkilemedeki rolünü araştıran bir ampirik çalışmanın sonuçlarına burada yer verilmesi faydalı olacaktır. TCMB tarafından yapılmış olan varyans ayrıştırma testinin sonuçları Tablo 18’de verilmektedir. Buna göre, tüketici fiyatlarındaki değişimin % 55’ini döviz kuru açıklamaktadır<sup>27</sup>.

**Tablo 18: TÜFE İçin Varyans Ayrıştırım Sonuçları (%)**

Dönem	Kamu Fiyatları	Döviz Kuru	Tüfe	Ücretler	Para tabanı
12 (ay)	27	58	73	14	1
24(ay)	26	57	71	18	1
36(ay)	25	55	70	21	2

Kaynak: TCMB, 2002 Yılı Nisan Ayı Para Politikası Raporu.

Döviz kurunun hedeflenmesi, hem mal piyasalarına hem de mali piyasalara istikrar getirerek enflasyonun azalmasına neden olur. Fakat TCMB’nin izleyeceği kur politikası Türkiye şartlarında sadece enflasyon beklentilerine göre değil, ödemeler dengesi ve kamu finansmanı dikkate alınarak yürütülmek zorundadır. 1990-2004 yılları arasındaki kur politikaları incelendiğinde uygulanan kur rejimleri dörde ayrılabilir (Baydur ve Süslü, 2004).

1- 1995 yılına kadar döviz piyasalarında kurların dalgalanmasına izin vermeyen yönetimli dalgalı kur rejimi uygulanmıştır (Berument, 2002: 25).

2- Türkiye 1994’deki krizden sonra kamu borçlanma gereğindeki nispi iyileşme ile beraber kur, bütçe ve ödemeler dengesi arasında denge kuracak kur politikası uygulamasına gitmiştir. 1995’deki Stand-by anlaşması ile TCMB pasif/yönlendirilmiş kur sistemi uygulamaya başlamıştır. 1995 yılının ikinci yarısında farklı ağırlıktaki yabancı paralardan oluşan sepetin enflasyona koşut

<sup>27</sup> İhsan Günaydın’ın yaptığı çalışmada enflasyon ile döviz kuru arasında uzun dönemde birbirine yaklaşan ilişki bulunmuştur. Daha detaylı bilgi için bkz: Günaydın, 2000.

bir şekilde değer kaybetmesine izin verilmiştir. 1995-1999 arasında TCMB kur sepetini enflasyon, enflasyon hedefi veya beklentileri doğrultusunda artırdığı söylenebilir. Buna kur politikası için pasif yönetimli dalgalı kur mekanizması denilmektedir. Bu tür tanımlamaya gidilmesinin sebebi TCMB'nin kur politikasını belirlerken hedeflenen enflasyonu esas almamasıdır. Gerçekleşen enflasyona göre kurlar ayarlanmaktadır. Bu dönem içinde TCMB; belirsizliğin arttığı, enflasyonun yükseldiği dönemlerde yaptığı gibi hedeflenen enflasyondan çok gerçekleşen enflasyona göre kur politikasını yürütmüştür. Bu politikanın amacı reel kurlarda istikrardır. 1995-1999 döneminde TCMB'nin bunu başardığı söylenebilir (TCMB, 1999). Bu dönemde belirlenen enflasyon hedefleri ve gerçekleşmeleri doğrultusunda, kur sepetinin öngörülen aylık enflasyon oranları kadar artırılması 1999'a kadar uygulanmıştır.

3- 2000 yılında ise enflasyonu hedefleyen kur sistemine dönmüştür. Fiyatlardaki atalet, TCMB'nin güvenilirliği kazanma isteği ve kurlar ile enflasyon arasındaki güçlü ilişki, TCMB'yi sabit kur kullanmaya zorlamıştır. Bu politika ile dışarıdan güvenilirlik ithal edilirken özelde de enflasyonda istikrar sağlanmaya çalışılmıştır.

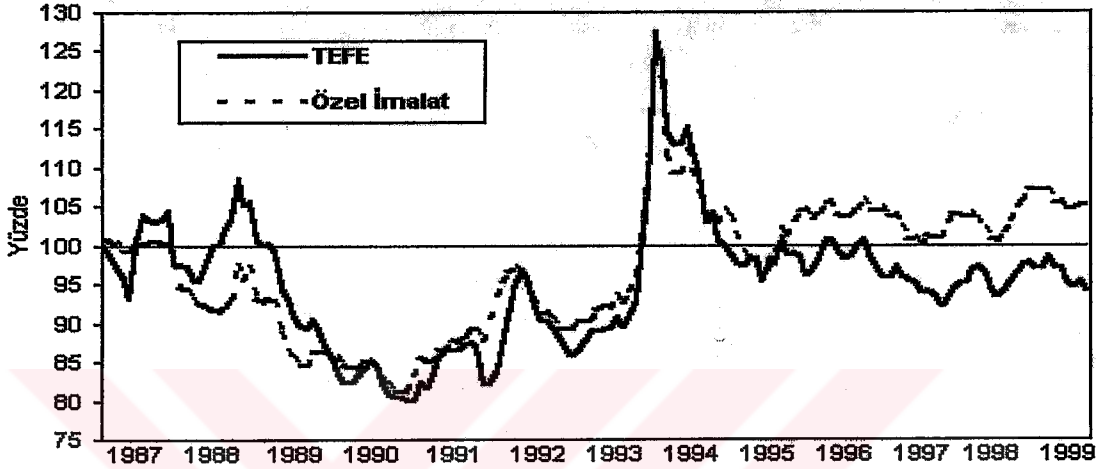
4- 2001 yılından sonraki yıllar da dördüncü dönem olarak adlandırılabilir. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinde finansal koşullar, ikincil piyasada işlem gören devlet kağıtlarının faiz oranlarının, Ocak ayı ortaları itibariyle % 50 seviyelerine varacak şekilde düşmesinin de gösterdiği gibi, Kasım krizi ertesinde önemli ölçüde iyileşme kaydetmişti<sup>28</sup>. Ancak, bankacılık sisteminin finansal yapısına ilişkin devam eden endişeler, döviz kurundaki artışın halen iki katı seviyesinde seyreden enflasyon oranı ve politika kararlarının uygulanmasında görülen bazı aksamalar sebebiyle, durum yine de hassasiyetini korumaya devam etmiştir. Bu çerçevede, mali piyasalarda oluşan siyasi ortamın kötüleştiği intibai, Şubat 19-21 tarihleri arasında Türk Lirası'na karşı aşırı bir atak yaratmıştır. Bu atağa karşı, ilk etapta sıkı bir likidite politikası gözetilmesi suretiyle direnilmiştir. Ancak, gecelik faiz oranları, birkaç gün için olsa bile sürdürülmesi açıkça mümkün olmayan, % 2000 seviyelerine fırlamıştır. Bu kadar ağır faiz maliyeti

---

<sup>28</sup> Ekonomik ortamdaki belirsizliğin artışı iç borçlanma faizlerine veya gecelik faizlere bakılarak anlaşılabilir.

altında sabit kuru devam ettirmek mümkün olmadığından 22 Şubat'ta TCMB bir taahhüt politikası olan sabit kur rejimini bırakarak esnek kur sistemine dönmüştür.

**Grafik 16:** Tefe ve Özel İmalat Sanayi Fiyatları Kullanılarak Hesaplanan Reel Kur Endeksi\*



\* Özel İmalat sanayi fiyatları ve TEFE için 1987 baz alınmıştır. Hesaplamalarda 1,5 Alman markı ve 1ABD den oluşan kur sepeti ve ABD ve Almanya için 1990=100 TEFE kullanılmıştır. Endeksin artması kurlarda değer kaybını ifade etmektedir.

Grafik 16'da görüldüğü gibi 1994 yılına kadar, TCMB kadar kurda dalgalanmaya izin vermeyen bir politikası yüksek enflasyon birleşince Türkiye'de reel kurlar aşırı şekilde değerlenmiştir. Bu sürecin ortaya çıkmasında 1990 yılında sermaye hareketlerinin serbest bırakılması ve yüksek kamu kağıdı faizleri önemli rol oynamıştır. Ancak 1994 yılında yaşanan krizi TCMB'nin yönlendirilmiş kur rejimine geçmesine neden olmuştur (TCMB, 1995).

Yönlendirilmiş kur sistemi (sepeti), IMF ile 1995 yılı başında yapılan Stand-by anlaşması çerçevesinde (1 Dolar + 1,5 Alman Markı) olarak tanımlanmıştır. TCMB kur sepetini enflasyon hedefi veya beklentileri doğrultusunda artırmayı amaçlamıştır. Bu politika reel kurlarda istikrarsızlığı ortadan kaldırılması hedeflenmiştir. Belirlenen enflasyon hedefleri doğrultusunda, kur sepetinin öngörülen aylık enflasyon oranları kadar artırılması 1999 yılına kadar başarı ile uygulanmıştır. 2000 yılındaki para programı ile kur politikası

enflasyonu hedefleyen sabit bir kur politikası ile kur üzerindeki tüm belirsizlik ortadan kaldırılmıştır.

Böyle kur politikaları ile genelde belirsizliğin azaltılması, özelde de kamunun borçlanması risk primi azaltılması amaçlanmıştır<sup>29</sup>. Kurların enflasyona koşut götürülmesi kurları aşırı değerlenmediği için cari işlemler dengesi olumsuz gelişme göstermemiştir. Bu sayede hem kamunun borçlanma maliyetini artıran risk priminin azalması sağlanacak hem de artan dış dengesizlik yüzünden ortaya çıkan finansal krizlerin önüne geçilmiş olacaktır.

TCMB bu noktada 2000 yılına kadar uygulanacak olan gerçekçi bir kur politikası izlemeye başlamıştır. TCMB kurları enflasyona paralel bir şekilde götürmeye başlamıştır. Böylelikle kurun enflasyon kadar artırılarak reel olarak değerlendirilmesine izin verilmemiştir. Böylece ödemeler dengesinin değeri korunmaya çalışılmıştır. İzlenen kur politikası hedeflerine 1996 yılında büyük ölçüde ulaşılması sonucunda, reel kur endeksindeki dalgalanmalar dar bir aralık içinde seyretmiş ve reel efektif döviz kuru yaklaşık olarak 1995 yılı sonundaki düzeyini korumuştur. (TCMB, 1996).

1997 yılı içinde TCMB kur sepetinin artışını 1995 Stand-by anlaşmasında öngörülmesi gibi aylık enflasyon öngörüsüne koşut bir biçimde sürdürmüştür. Bu sayede reel kur endeksindeki dalgalanmalar sınırlı bir düzeyde tutulmuştur. Böylece TCMB mali piyasalarda kur istikrarı sağlama amacını, kur değişimindeki belirsizliği azaltarak veya dar bir banda indirerek başarıya ulaştırmıştır (TCMB, 1997). Grafik 16'da 1996-1997 döneminde reel kur gelişmeleri göstermektedir. Görüldüğü gibi bu dönemde reel efektif döviz kuru endeksi (96-106) aralığında dalgalanmıştır.

Bu kur politikasının başarısı 1997'de yaşanan Asya Krizi göz önüne alındığında kendini daha iyi göstermektedir. Dış piyasalardaki olumsuz gelişmeler ülke içine yansıtılmamıştır. TCMB 1998 yılı süresince de kur sepetindeki aylık nominal devalüasyon oranını öngörülen enflasyon oranına paralel olacak şekilde belirlemeye devam etmiştir. Yıl sonu itibariyle, aylık ortalama kur sepetindeki

<sup>29</sup> Merkez bankasının kur politikasından beklentisi, sermaye girişi bir yandan faiz oranlarının gerilemesine neden olurken, diğer yandan ekonominin reel kredi stokunu artırarak mali derinleşmeye yardım etmesidir. Gerek mali derinleşme, gerekse düşük faizlerin, kamu sektörünün finansmanını ucuzlatacaktır.

artış yüzde 58,2 olarak gerçekleşmiş, TEFE'deki yıllık artış ise yüzde 54,2 olmuştur (TCMB, 1998).

TCMB 1999 yılında kur sepetinden Alman Markını çıkararak Euro'yu koymuştur. TCMB 1 ABD doları ve 0,77 Euro'dan oluşan sepette, oluşacak değer artışının, enflasyon hedefiyle tutarlı bir biçimde gerçekleşmesine çalışmıştır. 1998'deki gibi TCMB 1999 yılında da uygulayacağı kur politikasını belirlerken hedeflenen enflasyonu esas almıştır. Fakat TCMB belirsizliğin arttığı enflasyonun yükseldiği dönemlerde yaptığı gibi kur politikasını 1999 yılının ilk yarısında gerçekleşen enflasyona göre yürüttüğü halde, yılın ikinci yarısında hedeflenen enflasyona göre kur politikası yürütmüştür. Yıl sonu itibariyle, aylık ortalama kur sepetindeki artış yüzde 60,8 olarak gerçekleşmiş, TEFE'deki yıllık artış ise yüzde 62,9 olmuştur (TCMB, 1997).

2000 yılı kur politikası IMF ile yapılan stand-by anlaşması çerçevesinde yönlendirilmiş sisteminden enflasyonu hedef alan kur sistemine dönmüştür. Döviz kuru enflasyon beklentilerini kırmak için çapa olarak kullanılmıştır. Bunun için 1 Dolar + 0,77 € sepetinin 2000 yılının ilk on iki ayında % 20 oranında artırılmıştır. 2000 yılı için belirlenen kur politikası üç yılı kapsayan orta vadeli bir politikadır. 2000-2001 Haziran dönemini kapsayan ilk 18 ayda TCMB her bir üç aylık dönemin sonunda öndeki dokuz ayın kur sepeti değerlerini günlük olarak açıklamıştır. Bu da 12 ay için kur değerlerinin belirlenmesi anlamına gelmektedir. Böylece TCMB kur riskini tamamen ortadan kaldırmıştır.

Programın ikinci 18 aylık dönemi kapsayan, Temmuz 2001 – Aralık 2002 döneminde ise “bant” uygulamasına geçilmesi öngörülmüştür. Söz konusu aralığın toplam genişliği aşamalı olarak artırılacaktı. Programa göre bant aralığı kademeli olarak 1 Temmuz 2001'den 31 Aralık 2001'e kadar yüzde 7,5'e, 30 Haziran 2002'ye kadar yüzde 15'e ve 31 Aralık 2002'ye kadar yüzde 22,5'e yükseltilecekti. “Bant” uygulamasında, kurun bandın içindeki hareketlerine TCMB'nin müdahalesi olmayacaktı (TCMB, 2001). TCMB böyle bir strateji benimsemekle hem kur sabitlemesi politikasından çıkışı için yol hazırlamış; hem de 2000 yılı para programı ile kurların reel değerlendirilmesi sonucu dış piyasalarda sıkışan ihracatçıyı rahatlatmayı amaçlamıştır (Akyüz ve Boratav, 2002: 26-7). Ancak döviz kuru çapa uygulaması ekonomik kriz ile sonuçlanmıştır. Ortaya



çıkan bu kriz döviz kuru nominal çapasının uygulamasında önemli olduğu için ayrı bir başlık altında incelenmesi gerekmektedir.

### **A-Türkiye’de Yaşanan Kasım 2000 ve Şubat 2001 Finansal Krizlerinin Nedenleri**

2000 yılı döviz kuru nominal çapasına bağlı olarak ortaya konan istikrar programı daha bir yılını doldurmadan kriz ile sonuçlanmıştır. Ortaya çıkan bu ekonomik ve mali kriz dört nedene bağlanabilir.

- 1- İzlenilen döviz kuru politikasında yaşanan olumsuzluklar ve mali kesimdeki zayıflıklar
- 2- Dezenflasyon programının aksaklıkları,
- 3- Kısa vadeli sermaye hareketlerini teşvik eden sıcak para politikasının ters tepmesi

#### **1- İzlenilen Döviz Kuru Politikasında Yaşanan Olumsuzluklar ve Mali Kesimdeki Zayıflıklar**

Yapılan bütün ekonometrik çalışmalarda döviz kuru ile enflasyon arasında paralel bir ilişki olduğu görülmektedir. Bu anlamda devalüasyon fiyat istikrarı için büyük bir risk haline gelmektedir<sup>30</sup>. Ulusal paranın yerleşikler tarafından kabul görmemesi, bankaları veya bireysel yatırımcıyı yabancı para ile borçlanma zorunda bırakmıştır. Bilhassa Türkiye’de uzun vadeli yatırımları kısa vadeli borçlanıp finanse etme çabaları, döviz kurunun enflasyon üzerindeki riskini daha da artırmıştır(Uygur, 2000: 7-17).

1990 yılı sonrası fiyat istikrarının sağlanamamasının nedeni, geleceğe yönelik enflasyonist beklentilerdi (Erçel, 2000: 23) ve bu beklentiler ancak sabit döviz kuru politikası ile kırılabilirdi. Sabit döviz kuru politikasının en önemli avantajı, enflasyon beklentisini kırmadaki etkisidir. Bu etkiden dolayı döviz kurunun bir sepete bağlanarak, (1\$+0.77 €) bir yıllık süreyi kapsayacak şekilde

<sup>30</sup> Bu konuda daha detaylı bilgi için bkz. Burç Ülengin, “Bütçe Açığı, Parasal Büyüme, Enflasyon, Döviz Kuru ve Üretim Arasında Nedensellik İlişkileri, *ODTÜ Gelişim*, Sayı.22, Cilt.1, Cem Alper, “Türkiye’de Spekülatif Döviz Pozisyonu Verimliliği ve Kur Riski Primi” DİE Araştırma Tebliği, 1996, Hakan Berument, Döviz Kuru Hareketleri ve Enflasyon Dinamiği, ed. Ömer Faruk Çolak, Kriz ve IMF Politikaları, Ankara: Alkım yayınevi, 2002.



günlük olarak açıklanması esası benimsenmişti. Aslında sabit döviz kuru politikasının uygulanmak istenmesi mantıklı bir karardı. Uzlaşmaz ticli gereği kalkınmasını sermaye hareketlerine dayandıran bir ölke, sabit döviz kurunu benimseyip, faizleri serbest bırakacak, bu da döviz kuru rizikosunu azaltıp içindeki bankaları veya şirketleri dış borçlanmaya teşvik edecekti

Sabit döviz kurunun bu avantajına rağmen en önemli dezavantajı, ulusal paranın aşırı değerlenmesi durumunda ithalatın ucuzlayıp ihracatın pahalılaşmasına ve cari açığın büyümesine neden olmasıdır. Diğer bir dezavantajı da merkez bankasının son borç verme görevini yerine getirme şansını ortadan kaldırmasıydı. Bu ulusal ekonominin spekülâtif döviz giriş-çıkışı karşısında hiçbir denetleme ve yönlendirme olanağı olmaması anlamına geliyordu. Çünkü TCMB, uyguladığı sabit döviz kuru nedeniyle ancak dış varlık karşılığında piyasaya para sürebildiği için, para arzı silahı elinden alınmış oluyordu. Yani merkez bankasının aktif bir para politikası uygulama şansı kalmıyordu.

Döviz kurunun sabitlenmesi, yatırımcıların yatırımlarını TL olarak değerlendirmesini kazançlı duruma getirdiği için, Döviz Tevdiat Hesabı (DTH)'nda bir azalma olması beklentisi içerisine girilmesine neden olmuştur. Ancak, Tablo 19'un ilk sütunundaki değerlerden de anlaşılacağı gibi, 2000 yılı boyunca DTH azalmamış, tersine belirli bir artış göstermiştir. Bu döviz kuru çapasının beklentileri kıramadığının açıkça bir göstergesidir.

Aynı şekilde TCMB döviz rezervleri de beklenildiği ölçüde artmamış; 2000 yılına girerken 5.9 milyar Dolar olan net döviz pozisyonu, 17 Kasım'da (kriz öncesinde) ancak 8.7 milyar Dolar düzeyine çıkabilmiştir. Bu iki değerlendirme döviz kuru çapasının kamu oyunda yeterince inandırıcı algılanmadığını göstermektedir. Hedeflenen döviz kurunun inandırıcı olmamasında başlıca iki etken rol oynamıştır :

İlk olarak program uygulamasına aşırı değerlenen reel kur ile girilmiş ve yıl boyunca TL'nin aşırı değerlenmesi devam etmiştir. Tablo 19'un ikinci sütununda 19 ölke parasına ve TÜFE değerlerine göre hesaplanan reel kur indeks değerleri verilmiştir. TCMB verilerine göre, Ocak 1999'da 100 olan indeks değeri 2000 yılı başında 128.5'a ulaşmıştır. Yani 1999 yılı boyunca reel kur % 28.5 oranında aşırı değerlenmiştir. Üstelik TL'nin 2000 yılı boyunca aşırı

değerlenmeye devam ettiği görülmektedir. Bu gelişme ister istemez kamu oyunda her an için programdan vazgeçilerek devalüasyona gidileceği beklentisini pekiştirmiştir (Eren ve Süslü, 2001: 667-8).

**Tablo 19 : Türkiye’de Kriz Döneminde Döviz Tevdiat Hesabında, Reel Döviz Kuru İndeksinde ve Ticari Bankaların Sendikasyon Kredileri Hacminde Gelişmeler**

Aylar	Döviz Tevdiat Hesabı Stoku (Milyon TL)	Reel Döviz Kuru İndeksi* 1999 =100	Sendikasyon Kredi Hacmi (milyon \$)
1999 Kasım	17.410.7	126.37	9.609
Aralık	18.420.6	127.29	9.861
2000 Ocak	19.342.8	128.50	12.609
Şubat	20.440.7	131.59	12.909
Mart	21.381.9	132.59	13.333
Nisan	22.202.8	132.93	13.521
Mayıs	23.523.2	135.67	13.412
Haziran	23.733.0	132.29	14.432
Temmuz	24.453.2	133.49	15.240
Ağustos	25.367.5	135.92	16.564
Eylül	26.345.3	139.02	16.245
Ekim	26.759.7	142.45	16.702
Kasım	26.702.3	146.50	16.900
Aralık	25.341.7	147.59	17.671
2001 Ocak	25.685.9	148.08	17.945
Şubat	30.341.3	138.40	19.245
Mart	34.296.4	110.51	16.117

Kaynak: www.tcmb.gov.tr.

Hedeflenen döviz kurunun inandırıcı olmamasında diğer bir neden, Doların uluslararası platformda aşırı değer kazanması olmuştur. 1999 Ekim – 2000 Ekim ayları arasında, Doların Alman Markı karşısında bile % 35.5 değer kazanmasına karşılık, TL’nin Dolar karşısında ancak enflasyon ölçüsünde değer yitirmiş olması, programlanan hedeften vazgeçilerek, TL’nin her an için devalüe edileceği beklentisini güçlendirmiştir.

Reel kurun aşırı değerlenmesinin en olumsuz etkisi dış ticaret değerleri üzerinde olmaktadır. Nitekim 2000 yılı içinde ithalat büyük gelişme göstermiştir. Dış ticareti açığının GSMH’ya oranı, 1999 yılı sonunda % 6.9 iken, 2000 yılı sonunda % 12.6’ya çıkarak kritik gösterge durumuna gelmiştir. Üstelik 2000 yılında cari işlem ve dış ödemeler dengeleri açıkları da rekor düzeye ulaşmıştır.

İhracat değeri kadar dış ticaret açığı verilen, cari işlem açığının GSMH'ya oranı % 4.9'a ulaşan ve hatta dış ödemeler dengesinde bile açık yaşanan bu dönemde, ülke parasının aşırı değer kazanması yerine, aşırı değer yitirmesi gerekirdi. Sadece bu gelişme bile reel sektörün finans sektörüyle bağıını koparmaya yeterliydi.

Kasım ve Şubat krizleri aslında genel anlamda, zayıf bankacılık sisteminden ve sıcak paraya aşırı güvenmekten kaynaklanmıştır (Molpass, 2001: 2). Bankacılık kesiminin kriz öncesi dönemde artan temel zayıflıkları şöyle sıralanabilir :

- Bankaların yapısal problemleri giderek artmış, etkin denetimden uzak ve bankacılık prensipleriyle bağdaşmayan yönetimler yaygınlaşmıştır.
- Borç temininde vadelerin kısalması, döviz borçlarının artmasına ve aktif-pasif kalemlerin vade uyumsuzluklarına neden olmuştur.
- Artan konsolide bütçe açıkları bankaların özel sektöre değil, kamu kesimine kredi veren kurumlar haline gelmesine yol açmıştır. Bilançoların aktifinde yer alan DİBS stokları artmıştır.
- Kredi vermede güvenilirlik ve geri dönebilirlik kriterlerinden uzaklaşıldığı için, bankaların geri dönmeyen kredileri artmıştır (Çolak, 2002: 168).

Bankacılık kesimi etkin bir denetime ve borçlanmada belirli sınırlanmalara tabi olmadığı için, birçok banka, özellikle 1994 yılı sonrası kısa vadeli borçlanma politikası izlemeyi tercih etmiştir. Kısa vadeli borçlanma, bir yandan devletin iç borçlanma ihtiyacını karşılarken, diğer yandan da bankalara arbitraj olanağı ile kâr sağlamıştır. Ancak bu süreç bankacılık kesiminin açık pozisyonlarının artması ile sonuçlanmıştır.

Tablo 20'de görüldüğü gibi, 1999 yılında 10 Milyar Doları aşan bankaların net açık pozisyonları tutarı, 2000 yılının dokuz ayı sonunda 20 Milyar Dolara ulaşmıştır. Bu gelişme, Türk bankacılık sisteminin kriz öncesi dönemde ne kadar kırılgan ve hassas bir yapı kazandığını göstermektedir.

**Tablo 20: Türkiye’de Bankaların Açık Pozisyonları**

<b>Dönemler</b>	<b>(Milyar \$)</b>
1998	-8.4
1999	-13.3
2000- I	-15.78
2000 -II	-18.18
2000- III	-20.00
2001-I	-12.16

**Kaynak:** www.tbb.org.tr www.tcmb.org.tr  
 Nur Keyder, " Türkiye’de 2000-2001 Krizleri ve İstikrar Programları",  
*İktisat İşletme Finans*, Yıl:16, Sayı:183, s.41.

Kamu açıklarının bankacılık sektörü tarafından kapatılıyor olması nedeniyle, bankacılık sektörü etkin bir şekilde denetlenememiş, gerekli önlemler ve yasal düzenlemeler zamanında devreye sokulamamıştır. Bankacılık kesiminin açık pozisyonlarının artmasına karşılık, bu açık pozisyonlar sayesinde kamunun fonlanması, bu açığa göz yumulmasına yol açmıştır. Üstelik, dışarıdan borçlanma sonucu artan ahlaki tehlikenin tedirginlik yaratmaması amacıyla, kısa vadeli yükümlülükleri devlet garanti altına almıştır. Bu da bankaları daha fazla borçlanmaya ve açık pozisyonlarını daha da artırmaya yönlendirmiştir.

1990-2000 yılları arasında faiz ve kur dalgalanmalarını azaltan, kurdaki artışı enflasyon oranı kadar tutan, aynı zamanda piyasaları fonlayan ve Hazinesinin rahat borçlanmasını sağlayan bir politika izlenmişti. Ancak bu politika bankaları faiz ve kur riski karşısında gerekli tedbirleri almaktan uzaklaştırmıştır (Binay ve Kunter 1998: 5-10). Hazinesinin iç borçlanmaya gitme zorunluluğu arttıkça, bankalar, kısa vadeli dış krediyi daha yüksek faizlerle almaya ve bunu risk primi ile beraber Hazineye aktarmaya devam etmişlerdir. Aynı zamanda bu mekanizma bankaların, tasarruf-yatırım eşitliğini sağlama amacı yerine devlete borç verme amacına yönelik çalışmasına neden olmuştur. Bu mekanizmanın yarattığı avantaj nedeniyle, özel sermayeli ticaret bankası sayısı 1991 yılında 26 iken, 1999 yılında 35’e çıkmıştır .

Ancak kriz ortamında bu avantaj dezavantaja dönüşmüş ve krizin büyümesine neden olmuştur. Çünkü kriz, orta büyüklükteki bankaların düşen faizlere karşı kısa dönemli fonlar ile pozisyon almaları ile başlamış ve bu eğilim Kasım ayı ortasından itibaren faizlerin yükselmesine sebep olmuştur. Faizlerin

artması bankaların bilançolarında riskli pozisyonda bulunan tahvillerin değerini düşürmeye başlamıştır. Bu tahviller kısa vadeli borç ile finanse edilmekteydi. Likidite sıkıntısı içine düşen bankalar hem bu sıkıntıyı atlatmak, hem de az zararla dönemi kapatmak amacıyla, ellerindeki devlet tahvillerini satmaya başlamışlardır. Aynı olay piyasa yapıcılar tarafından gerçekleştirilince faizler iyice yükselmiştir. 20 Kasım'dan itibaren bankaların likidite sıkışıklığına girdiği dedikodusu yayılmıştır. Bu oranın yarattığı likidite sıkışıklığı gecelik faizlerde çok belirgin bir baskıya neden olmuştur.

Tablo 21'de görüldüğü gibi gecelik faiz oranları 2000 Nisan ayında % 36 iken, 2000 Kasım ayından itibaren yükselerek % 79'a ulaşmış ve daha sonraki ayda % 200 e kadar çıkmıştır. Faizlerdeki en hızlı değişim 2000 yılı Kasım ayı sonlarında yaşanmıştır. Bu ayın ilk yarısında O/N faiz oranları % 30 – 50 bandında iken, ayın 15'inde % 80, ayın 22'sinde % 110 olmuştur. Aynı ayın 28'inde % 184 olan bu oran, 30 Kasım'da % 316'ya yükselmiştir.

**Tablo 21 : Türkiye'de Kriz Öncesi ve Sonrası Gecelik İşlemlere Uygulanan Basit Faiz Oranları (Ağırlıklı Ort.)**

AYLAR	O/N Faiz Oranları %
2000 Nisan	36.16
Mayıs	41.28
Haziran	42.00
Ağustos	37.57
Eylül	46.20
Ekim	31.41
Kasım	79.45
Aralık	198.95
2001 Ocak	42.16
Şubat	435.99
Mart	81.88
Nisan	80:64

**Kaynak:** www.tcmb.gov.tr

Türk bankacılık sektörünün kırılğan yapısı krizlere hassas bir yapı ortaya çıkarmıştır. Bu kırılğan yapı yatırımcılarda güvenin kaybolmasına neden olmuştur. Bunlara artan rekabet ve kötü yönetim koşulları eklenince, küçük bankalar faizlere karşı çok hassas duruma gelmiştir. Tüketici kredilerinde risk

ihmal edilmiş ve böylece bankaların vade dengesizlikleri artmıştır.

1990 yılından sonra kamunun artan faiz ödemelerinin bir nevi kaynak transferi olduğu herkes tarafından kabul edilmektedir. 2000 yılıyla beraber bu kaynak transferinin kapanma yoluna girmesi, faaliyet dışı kârlarıyla ayakta kalan banka ve firmaları zor duruma sokmuştur<sup>31</sup>. Bankaların ve Türk finans çevresinin bu yağlı kapının kapanmasına karşı tepkisi bir kriz şeklinde ortaya çıkmıştır.

## 2- Dezenflasyon Programının Aksaklıkları

Türkiye'nin IMF ile anlaşarak, 1999 yılı sonunda 2000-2002 yılları için uygulamaya koyduğu dezenflasyon programının da bazı aksaklıklar içermesi, Kasım ve Şubat krizlerine katkıda bulunmuştur.

Programın içerdiği zaafılar kısaca şöyle özetlenebilir :

- Programın uygulanmasına aşırı değerlendirilen reel kur düzeyi ile başlanmış olması ve reel kurun aşırı değerlenmeye devam etmesi.
- Faizlerin hızla düşürülmesi: Faizlerin düşmesiyle birlikte özellikle tüketim amaçlı talepte ortaya çıkan hızlı gelişmenin yarattığı ithalat baskısının cari işlem dengesinde olumsuz etki yaratması.
- Döviz kuru çapasından başka parasal çapanın benimsenmemiş olması: Daha doğrusu, 1999 yılı sonlarından başlayarak, çapa olarak belirlenen Doların uluslararası platformda önemli düzeyde değer kazanabileceğinin hesaba katılmamış olması<sup>32</sup>.
- Konsolide gelirler politikasındaki zayıflık: Programın iyi bir gelirler politikası içermemesi de toplumsal uzlaşmanın sağlanamamasına yol açmış, bu da enflasyonda beklenen düşmenin gerçekleşmemesine neden olarak reel kurun aşırı değerlendirilmesine katkıda bulunmuştur. Uygulanan gelirler politikası, tüketim eğilimi yüksek rantiyer kesim lehine olduğu için ithalatı artırıcı etki yapmış; faizlerin düşmesi, ertelenen tüketim harcamalarını artırarak bu etkiyi artırmıştır. Toplu iş sözleşmesi hakkı

<sup>31</sup> İSO'nun her yıl yaptığı araştırmaya göre Türkiye'de 500 büyük sanayi kuruluşu içinde yer alan 468 özel sektöre ait kuruluşun net kârlarının % 87.7 si faaliyet dışı gelirden oluşurken, bu oran 1999 yılında % 218 e çıkmıştır. 2000 yılında % 114 e inen bu oran, 468 firmanın bütün olarak ele alındığında, esas faaliyetleri sonucu zarar ettiklerini göstermektedir. Geniş bilgi için bkz. İSO, *İSO 500 Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu 2000*, İSO Özel Dergisi Sayı : 425, s.14.

<sup>32</sup> Döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılması sırasında mutlaka talep kısıcıcı bir parasal büyüklüğün diğer nominal çapa olarak kullanılması gerekmektedir bkz:Erol,1996



olanlar reel gelirlerini artırabildikleri halde, diğer kesim gelir kaybına uğramıştır. Bu bağlamda kiralardan dondurulması kararı da etkili bir biçimde uygulanamamıştır (Ongun, 2001: 4-5).

### **3- Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini Teşvik Eden Sıcak Para Politikasının Ters Tepmesi**

Türkiye’de 1990’lı yıllarda sıcak para politikası uygulanarak, cari işlem dengesinde ortaya çıkan açıklar, genelde kısa vadeli sermaye hareketleri sayesinde kapatılmaya çalışılmıştır. 1990 yılı sonrası, 1991 ve 1998 yılları dışında cari işlem açığı yaşandığı halde, sermaye hareketlerinin pozitif olması sayesinde, 1991 ve 2000 yılları dışında dış ödemeler dengesinde hep fazlalık elde edilmiştir. Bu fazlalıklar da zaman içinde reel kurun aşırı değerlenmesine katkıda bulunmuştur (Akuüz ve Boratav, 2002: 17-37).

2000 yılına girerken Doların yıl sonuna kadar % 25 değer kazanması öngörüldüğü ve yıl sonunda bu hedefe ulaşıldığı halde, ilk aylarda Doların yıllık değer artışı henüz % 60’ların üzerinde idi. Üstelik 2000 yılında Doların uluslararası platformda başta Alman Markı ve Japon Yeni olmak üzere bütün yabancı paralara karşı değeri artmıştı Buna karşılık 1999 yılının son aylarında çıkarılan DİBS’lerin ortalama bileşik faizi % 40’ın altına inmişti. Böylece Doların reel getirisi, 2000 yılı boyunca sürekli negatif olmuştur.

2000 yılı içinde Doların reel getirisinin negatif olması, sadece sıcak para akımını tersine çevirmemiş, aynı zamanda ülkemizdeki mevcut birikimin büyük ölçüde döviz tevdiat hesabına kanalize olmasına yol açmıştır. Kriz öncesi 9.9 milyar Dolarlık bir sermaye girişi olmuş, ancak kriz sırasında 13.5 milyar Dolar bir sermaye çıkışı yaşanmıştır. Buna hiçbir ekonominin dayanacak gücü olamazdı.

Finansal krizlerle ilgili diğer bir ön gösterge kısa vadeli dış borçların döviz rezervine oranıdır. Tablo 22’de kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz rezervine oranları, üçer aylık dönemler itibariyle verilmektedir.

**Tablo 22: Türkiye’de Kısa Vadeli Dış Borç/Döviz Rezervi Oranlarındaki Gelişmeler**

<b>Dönemler</b>	<b>KVDB/DR Oranları</b>
1999-IV	1.01
2000-I	1.08
2000-II	1.02
2000-III	1.10
2000-IV	1.45

**Kaynak:** Ercan Uygur, “Krizden Krize Türkiye, 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”, www.econturk.org.tr.

Uluslararası finans çevrelerince, kısa vadeli dış borcun döviz rezervine oranının 0.60 olması kritik bir nokta olarak görüldüğü halde, Türkiye’nin bu oranın çok üstünde değerlere sahip olduğu tablodan anlaşılmaktadır. Bu değerler bile kriz öncesi kırılma yapısını ortaya koymaktadır.

Sonuç olarak krizi sadece uygulanan döviz kuruna bağlamak yanlıştır. Ekonomik kriz döviz kurunun yanlış veya kötü bir nominal çapa uygulama olmasından değil, uygulama hatasından kaynaklanmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketlerine dayanarak büyüme süreci sürdükçe ekonomik kriz ihtimali döviz çapasında olduğu kadar, dalgalı kur rejimlerinde de olasıdır (Akyüz, 2004: 9-10)

Türkiye 2000 yılının sonuna doğru beklentilerdeki değişmeye bağlı olarak döviz gelen atağı ağır bir maliyetle atlatmıştır. 19 Şubat’taki siyasal kriz ve arkasından gelen atak, kurun dalgalanmaya bırakılmasına neden olmuştur. Yeni para programı ile beraber döviz kurunda yönetimli dalgalanmaya stratejisi izlenilmiştir. (TCMB, 2000).

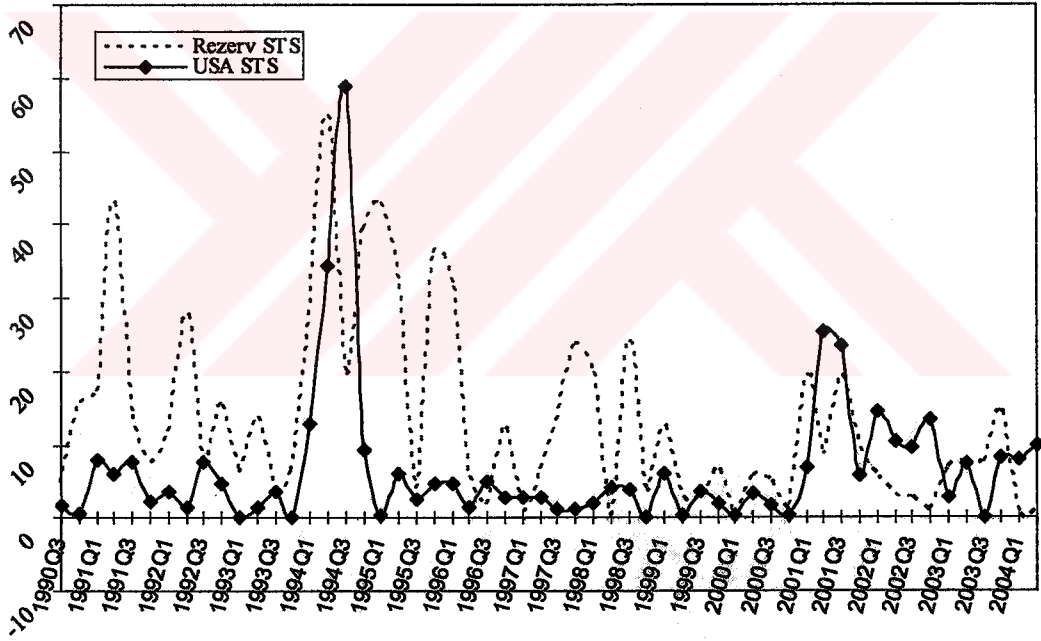
### **B- Genel Değerlendirme**

Teorik bölümde belirtilen LYS’nin kriterleri kullanılarak Türkiye için döviz kuru rejim ve politikaları tasnif edilebilir. LYS’nin yaptığı sınıflandırmanın ikinci ve üçüncü kriteri olan, döviz kuru değişiminin dalgalanması ( $\sigma_{\Delta e}$ ), ve döviz rezervinin değişiminin dalgalanması ( $\sigma_{\Delta r}$ ), kullanılarak Grafik 17 elde edilmektedir. TCMB kurlardaki yüksek dalgalanmalardan dolayı kurlara sürekli bir şekilde müdahale etmektedir. 2001 yılından sonraki döviz rezervlerindeki

dalgalanma TCMB'nin kurlara müdahale etmesine neden olmuştur. Bu müdahale TCMB'nin 1995-2000 yılları arasındaki kur politikası ile aynı nedene dayanmaktadır. TCMB'nin döviz rezervlerindeki istikrarsızlık kurlara yansımakta, bu durum kurlara müdahaleyi zorunlu kılmaktadır (Baydur ve Süslü, 2004). Çünkü büyük dış borcu olan bir ülkede döviz rezervi gerek uluslararası gerekse ulusal yatırımcı açısından kritik gösterge haline gelmektedir (Özatat, 2004: 33).

Türkiye'de kur rejimi dalgalı olarak da uygulanamaz. Kamunun borçlanma süresinin kısalığı, ödemeler dengesindeki olumsuz gelişmeler ve bunun beklentileri, piyasaların esnek olmaması gibi etkenler, kur faiz ve enflasyonun karşılıklı olarak bir birini belirlemesi TCMB'yi kurdaki dalgalanmalara müdahale etmek zorunda bırakır.

**Grafik 17: Döviz Kuru ve Döviz Rezervlerindeki Dalgalanma (%)**



StS: Standart Sapma,

Para otoritesinin kur politikası/rejimi bir biri ile çelişen bir çok amacın göreceli önemine göre belirlenmektedir. Ekonomik şartlar değiştiğinde de amaca verilen ağırlık değişmektedir. Para otoritesi temel amacı olan fiyatlarda istikrar için tam belirlilik dünyasında en iyi araç sabit kur rejimi iken, belirsizlikte artış

para otoritesini kurla ilgili taahhütlerinden caymasına neden olmaktadır Grafik 17'den de görüldüğü üzere 14 yıllık süreç içinde TCMB taahhüt ettiği kur politikasından ekonomide ortaya çıkan belirsizlikler sonucu dönmek zorunda kalmıştır. 2001 yılından itibaren örtük enflasyon hedeflemesi ile beraber dalgalı kur sistemi uygulayan TCMB kura müdahale etmeyeceğini açıklasa da ortaya çıkan şoklar sonucu dalgalı kura müdahale etmek zorunda kalmıştır. Sabit kur politikasından önce uygulanan yönlendirilmiş kur politikası uygulamasında bile TCMB taahhütlerine bağlı kalamamıştır. Enflasyonun beklenenden yüksek çıktığı dönemlerde TCMB döviz kuruna müdahale ederek reel kurun değerlenmemesi amaçlamıştır. 1999, 1998 ve 1997 yılları buna güzel bir örnek oluşturmaktadır. Dolayısıyla enflasyonu kontrol etme açısından kur stratejik bir değişkendir. 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'yi 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 zorlaştırır ve bu problemin getireceği beklentilerdeki değişiklikler, Türkiye ekonomisini kötü dengelere götürme olasılığını artırır. Dolayısıyla döviz kurunu dikkate almayan enflasyonist programın, enflasyonist beklentileri etkileme şansı yoktur<sup>33</sup>. Diğer bir deyişle para politikası kuru ve kur hareketlerini göz ardı edilerek yürütülemez. Çünkü döviz kuru Türkiye Ekonomisi için her zaman sistemin merkezinde yer alan önemli bir makro büyüklüktür (Baydur ve Süslü, 2004).

<sup>33</sup> Domaç&Mendoza (2004) Türkiye ve Meksika için yaptıkları çalışmada enflasyon hedeflemesi altında merkez bankaların güvenilirliği sürdürülebilmek için yasal çerçeveye dayanarak müdahale edilmesi gerektiği sonucuna ulaşmışlardır.

## V.ENFLASYON HEDEFLEMESİ

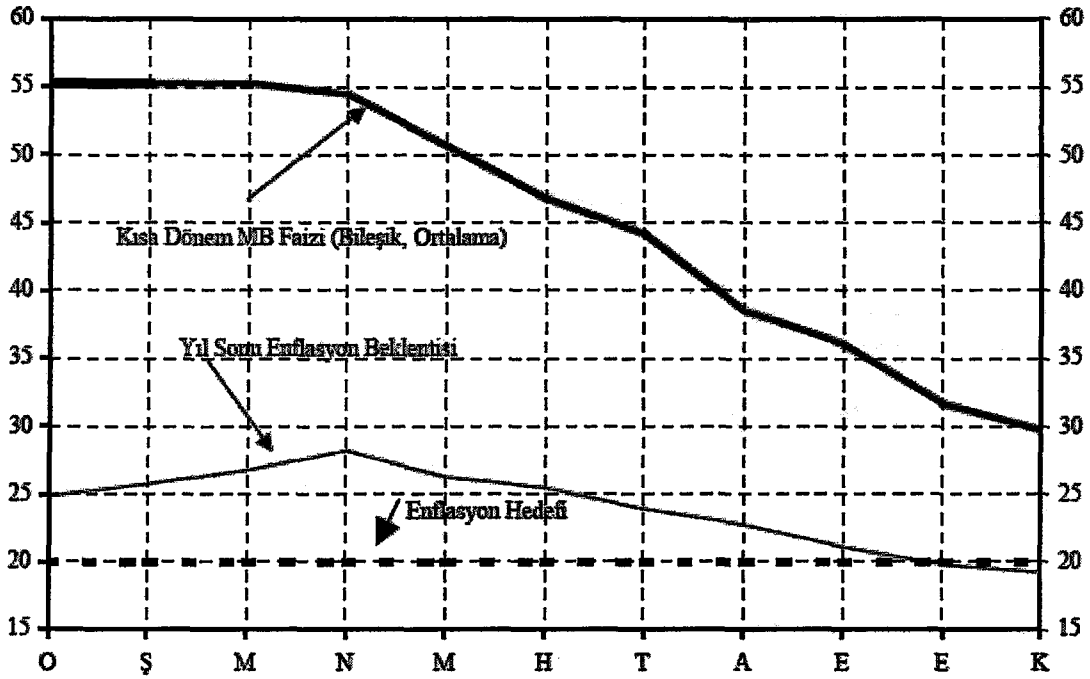
Günümüzde gerek parasal büyüklüklerin enflasyon ile bağının azalması, gerekse döviz kuru politikasındaki uygulama hatalarından kaynaklanan bir kriz ile sonuçlanması nedeniyle, TCMB'nin elinde sadece enflasyon hedeflemesi politikası kalmıştır. Ancak teorik bölümde de vurgulandığı üzere enflasyon hedeflemesinin başarılı olması için, öncelikle yapısal problemlerin çözülmesi gerekmektedir. 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan kriz Türkiye Ekonomisi'nin bazı yapısal problemlerini çözebilme imkanı yaratmıştır. 2001 yılından sonra, bir dizi yapısal reform hayata geçirilmiş, uluslararası ölçütler açısından son derece iddialı faiz dışı bütçe fazlaları hedeflenmiş ve bunlar çoğunlukla gerçekleştirilmiştir. Bankacılık alanında bir dizi önlem alınmış, kamu bankaları yıllardan beri ilk defa kar edebilir konuma getirilmişlerdir. Bankaların açık pozisyonları kapatılmıştır. İşgücü piyasası ile ilgili yasalar çıkarılmıştır. Ancak, iktisadi temellerin giderek düzeltilmesinin her zaman istenilen sonuçların elde edilmesini garanti etmediği için, iktisadi birimlerin beklentilerine özel bir önem verilmiştir. İktisadi temellerdeki düzelmelerin hedeflere ulaşılması için tek başına yeterli olmayacağı, iktisat literatüründeki gelişmeleri yakından izleyenler ve ülke deneyimlerini inceleyenler açısından hiç de sürpriz değildir. Farklı sonuçlara ulaşılmasının arkasındaki temel neden, iktisadi birimlerin bekleyişleridir. Bekleyişlerin olumlu olması halinde ekonomiyi daha düşük faiz ve döviz kuru dengesine doğru yöneltecektir. Olumsuz bekleyişler ise ekonomiyi yüksek faiz ve yüksek döviz kuru dengesine sürükleyecektir. Teknik deyiş ile, bir ekonomide herhangi bir anda ulaşılması mümkün denge sayısı birden fazla olabilmektedir. Şüphesiz, sadece sıkı para ve maliye politikası ile yapısal reformlara bel bağlayıp, bekleyişleri gözardı etmek, arzu edilen sonuçlara ulaşılmasını geciktirecektir. İktisadi birimlerin gelecekle ilgi belirsizlik algılamaları ekonomiyi istenmeyen noktalara götürecektir. Olumsuz beklentiler faiz, kur veya enflasyon büyüklüklerini hedeflenen değerlerden uzaklaştıracak ve istikrar programlarının maliyeti artacaktır. Nitekim ilk bölümdeki 3 nolu grafik bu durumu göstermektedir. Çağdaş para politikasının nominal çapalara dayanmasının en önemli işlevlerinden birisi de bekleyişlerin şekillenmesine yardımcı olmaktır.

Yukarıda belirtildiği gibi, gerek parasal büyüklüklerin fiyat istikrarı ile olan bağının kopması, gerekse döviz kuru çapasının bir kriz ile neticelenmesi dolayısıyla güvenilirliğinin azalması nedeniyle, ileriye yönelik belirsizlikleri azaltmak ve bekleyişleri şekillendirmek amacıyla Türkiye’de kullanılacak durumda tek çapa kalmıştır. Bu çapa enflasyon hedeflemesidir. 2002-2003 yıllarında parasal hedefleme yapılsa bile esas olan “gelecek dönem enflasyonu”na odaklanan bir para politikası olmuştur. “Gelecek dönem enflasyonu”na odaklanan bir para politikası, aynı zamanda “örtük bir enflasyon hedeflemesi” anlamına gelmektedir (TCMB, 2002). Yani TCMB sözde parasal hedefleme stratejisi izlerken gerçekte enflasyon hedeflemesi politikası izlemektedir.

TCMB enflasyon hedefi stratejisini 5 temel üzerine kurmuştur.

1- TCMB fiyat istikrarı amacı doğrultusunda alacağı para politikası kararlarını, enflasyonu belirleyen unsurlardaki geçmiş birkaç aylık gelişmelere bakarak değil, geleceğe bakarak oluşturmaktadır. Bu nedenle, piyasa oyuncularınca sadece o ay için açıklanan enflasyon oranının düzeyine bakılarak, TCMB’nin faiz oranlarını ne yönde değiştirmesi gerektiğinin irdelenmesi hatalı olacaktır. TCMB enflasyon beklentilerini kısa vadeli faizlerle ortaya koymaktadır. Bu uygulama bir kural uygulamasından başka bir şey değildir. TCMB kısa vadeli faizleri kullanarak gelecekte enflasyon (kendi enflasyon hedefi) hakkında iktisadi birimlere bilgi vermektedir. Kısa vadeli faizler enflasyon beklentileri ile beraber değiştirilmektedir. TCMB, kısa vadeli faizleri belirlerken sadece kendi enflasyon hedefini değil, aynı zamanda ekonominin mevcut durumunu ve iktisadi birimlerin beklentilerini de dikkate almaktadır. Enflasyondaki düşme süreci ile beraber kısa vadeli faizler de kademeli bir şekilde düşürülmektedir. Aşağıdaki Grafik 18 de de görüldüğü üzere özel birimlerin enflasyon beklentileri ile TCMB kısa vadeli faizleri bir birine koşut hareket etmektedir.





**Grafik 18: 2004 Yılı Enflasyon Beklentileri ve Kısa Vadeli Merkez Bankası Faizleri**

Teorik bölümde de belirtildiği gibi, bu durum Taylor Kuralı'nın "Enflasyon Öngörüsü Faiz Oranı" şeklinde kullanılmasından başka bir şey değildir.

2- TCMB örtük enflasyon hedeflemesinde temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanmaktadır. Faiz aracının işlevlerini yerine getirebilmesi için iki şartın gerçekleşmesi gerekmektedir.

- a- TCMB'nin kullandığı faiz oranları diğer faizleri etkilemeli,
- b- Paranın faiz talep esnekliğinin yüksek olması gerekmektedir.

Tablo 23'de değişkenlerin arasındaki karşılıklı etkileşim basit korelasyon matrisi ile gösterilebilir. Korelasyon katsayısı, -1 ve +1 arasında değerler alır. Eğer korelasyon katsayısı pozitif değer alıyorsa iki değişken arasında aynı yönde pozitif bir ilişki vardır bunun terside doğrudur. Korelasyon katsayısı istatistik anlamda iki değişken arasındaki çift taraflı bir neden sonuç ilişkisi olarak anlaşılmalıdır. Bu açıdan O/N faizin olduğu sütuna bakıldığında diğer faiz ve

enflasyon ile gecelik borçlanma faizleri arasındaki korelasyon katsayıları elde edilir.

**Tablo 23: O/N Faizleri ile Diğer Faizler ve Enflasyon Arasındaki Korelasyon İlişkisi**

	<b>Enflasyon</b>	<b>İç Borçlanma Faizleri</b>	<b>ON Faizleri</b>	<b>Mevduat Faizleri</b>
<b>Enflasyon</b>	1.000000	0.657485	-0.093357	0.801678
<b>İç Borçlanma Faizleri</b>	0.657485	1.000000	0.036488	0.853495
<b>O/N</b>	-0.093357	0.036488	1.000000	-0.043009
<b>Mevduat Faizleri</b>	0.801678	0.853495	-0.043009	1.000000

Kaynak: TCMB verileri kullanılarak yapılmıştır.

Görüldüğü üzere O/N ile iç borçlanma faizleri arasında aynı yönlü ancak % 3 gibi düşük bir korelasyon bulunurken, mevduat ile gecelik borçlanma faizleri arasında ters yönlü ve yine düşük bir ilişki bulunmaktadır. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesinde faizin politika aracı olarak kullanılmasının ilk şartı yeterince yerine gelmektedir. O/N faiz oranları diğer faiz oranlarını etkileyememektedir. Bu sonucun ortaya çıkmasının da nedeni tablo da bulunmaktadır. Görüldüğü üzere iç borçlanma faizleri ile enflasyonun ve mevduat faizlerinin güçlü bir ilişkisi vardır. Bu kuvvetli ilişki Türkiye'deki enflasyon hedeflemesinin dördüncü boyutu olan mali disiplin konusunu oluşturmaktadır. Kısa vadeli faizlerin etkinliğini kısıtlayan iktisadi birimlerin risk algılayışlarıdır. Bu risk algılaması da kamu borçlanma sürecinden kaynaklanmaktadır. Türkiye'de getiri eğrilerinin eğiminin değiştiği vadenin (kırılma noktasının) genelde üç ay olduğu gözlemlenmiştir (TCMB, 2003: 55). Bu durum Türkiye'de risk priminin üç ay ve sonrası için oldukça yüksek olduğunu göstermektedir. Piyasa aktörleri, üç ay sonrasını netlikle göremediklerinden dolayı, üç aydan uzun vadeli borçlanma araçlarına yatırım yaptıkları takdirde, faizlerde oluşması muhtemel dalgalanmalara karşı daha kırılğan hale gelmektedirler. Bu durumda tasarruf sahipleri ellerindeki atıl fonları daha likit ve kısa vadeli varlıklara yatırmayı tercih etmektedirler. Bu nedenle, enflasyon beklentilerinin değişmediği bir ortamda, belirsizliklerin ve risk algılamalarının mevcut olduğu dönemlerde, kısa vadeli yatırım araçlarının

getirileri, uzun vadeli yatırım araçlarının getirilerine oranla düşmektedir. Getiri eğrilerinin uzun vadeli faiz oranlarını gösteren kısmı incelendiğinde, Türkiye’de uzun dönem faiz oranlarının seyrinde zaman içinde özellikle iç borcun sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıların seyrine göre değişkenlik gösteren vade priminin etkili olduğu göze çarpmaktadır (TCMB, 2003: 55). Dolayısıyla O/N faizlerin etkin olarak kullanılabilmesi için; yani TCMB enflasyon hedeflemesinde başarılı olması için, iç borçlanma probleminin çözülmesi zorunludur. Yani enflasyon hedeflemesi yanında mutlaka mali istikrar politikaları da uygulanması gerekmektedir.

3- TCMB tarafından belirlenen faiz oranları gelecekte enflasyonun alacağı değerleri yansıtmaması gerektiğinden geçmiş enflasyona dayalı fiyatlama alışkanlığının kırılması gerekmektedir. Geçmiş enflasyon yerine gelecekteki enflasyona endekslenen fiyatlama biçiminin giderek yaygınlaşması, enflasyon hedeflemesi uygulamasının sonuç vermesini kolaylaştıracaktır. Bu çerçevede, özellikle kamu ve özel sektörü ilgilendiren bazı alanlardaki geçmişe endekli fiyatlandırma mekanizmalarının en aza indirilmesi gerekmektedir. Döviz kuru artış hızı ile enflasyon oranı arasındaki ilişkinin Türkiye’de güçlü olması, enflasyon hedeflemesinde TCMB’yi zorlayan özelliklerin başında gelmektedir. Enflasyondaki atalet enflasyonu düşürmede TCMB’nin karşısında duran en önemli problemlerden birisidir. Saraçoğlu tarafından yapılan çalışmada da gösterildiği üzere enflasyonda meydana gelecek bir birimlik bir değişim ilk dört dönemlik sürede enflasyondaki değişimin % 49’ unu açıklamaktadır ki, buda enflasyonun bizzat kendisinin enflasyona neden olduğunun göstergesidir (Saraçoğlu, 1999: 60-70).

**Tablo 24: 1990’lı Yıllarda TEFİ Değişkeninin Varyans Ayrıştırması (%)**

Periyod	Para	Döviz Kuru	Faiz	Tefe
1	4,40	35,4	0,0009	60,17
4	8,6	41,9	0,15	49,29
8	8,6	41,9	0,16	49,28
12	8,6	41,9	0,16	49,28
16	8,6	41,9	0,16	49,28
20	8,6	41,9	0,16	49,28
24	8,6	41,9	0,16	49,28

**Kaynak:** Bedriye Saraçoğlu, “Vektör Otoregrasyon Yöntemi ile Enflasyonla Mücadelede Politika Seçimi”, *İktisat İşletme Finans*, Haziran 1999.

Yine çalışmanın dördüncü bölümü olan ampirik bölüme bakıldığında, enflasyon beklentilerinin % 60'ını açıklayan değişen enflasyonun kendisi olmaktadır.

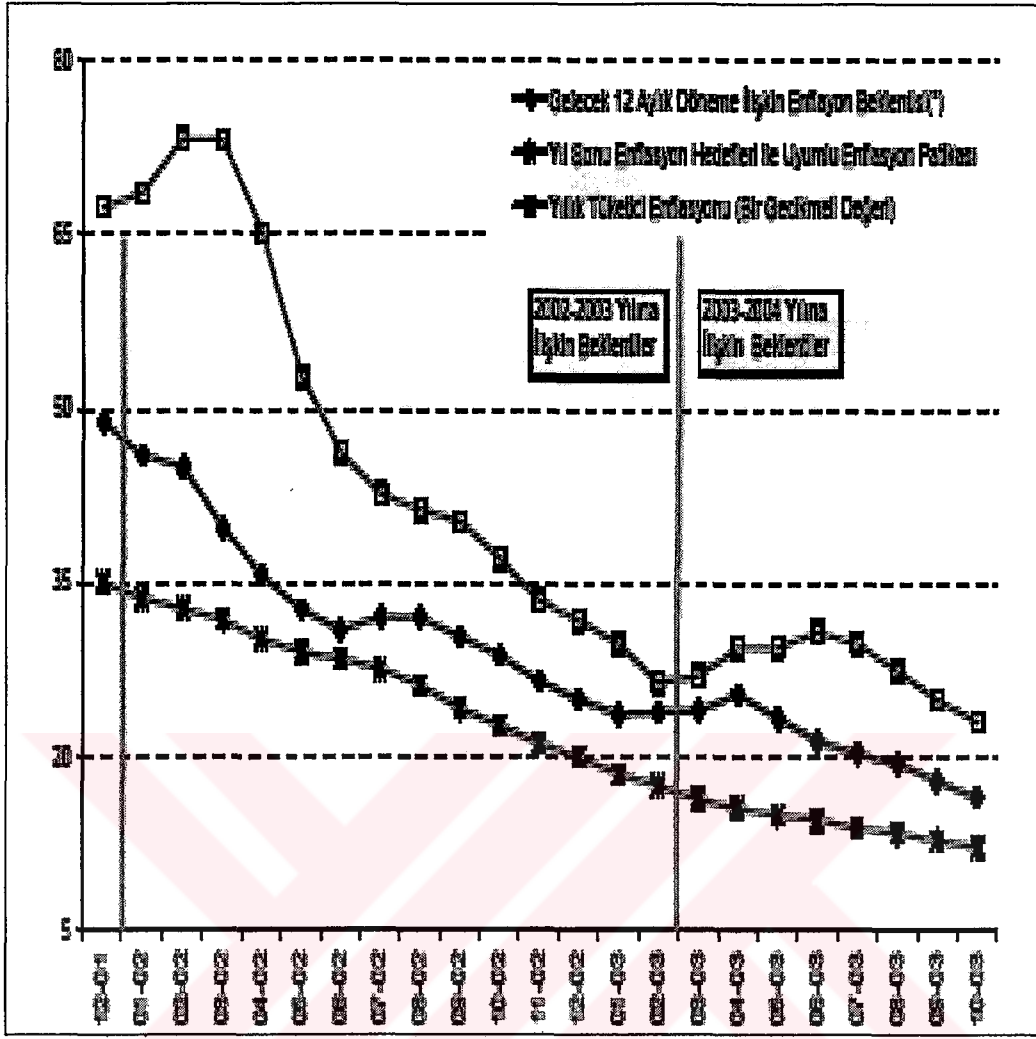
Dolayısıyla Türkiye'de özel sektörün fiyatlama politikası 20 yıldır süre giden yüksek kronik enflasyon yüzünden geçmişe dönüktür. Geçmişe dönük bir fiyat beklentisi de özel birimlerin henüz TCMB'ye yeterince güvenmediklerinin bir göstergesi olarak görülebilir. Bu güvensizlik 34. sayfadaki Svensson Güvenirlilik Denkleminin Türkiye için sınanması ile gösterilebilir.

$$\pi_t^e = \alpha^* \pi^* + (1 - \alpha^*) \pi_{t-1} \quad (52)$$

Denklemdaki  $\alpha^*$  katsayısı güvenirlilik katsayısıdır.  $\alpha^* = 0$  olması durumunda para otoritesi hiçbir güvenirliliğe sahip değildir. Bu durumda iktisadi birimler fiyat beklentilerini geçmiş dönemin enflasyonunu dikkate alarak veya kendi beklentilerini para otoritesinin hedeflediği  $\pi^*$  enflasyonun üzerine ilave eder.  $\alpha^* = 1$  olması ise para otoritesinin tam bir güvenirliliğe sahip olduğu anlamına gelir. Bu durumda iktisadi birimlerin enflasyon beklentileri ile para otoritesinin enflasyon beklentileri bir biri ile örtüşür.

Svensson denkleminde dayanarak yapılan regresyondan önce TÜFE serisi durağanlaştırılmıştır. 1998-2003 yıllarına ait güvenirlilik katsayısı hesaplanması Ek 3'de verilmiştir.

Para otoritesinin taahhüt politikalarının uygulandığı 1998-2003 yılları için güven katsayısı ( $\alpha^*_{1998-2003} = 0.63$ ) olarak hesaplanmıştır.  $\alpha$  katsayısı 1'e eşit olmadığından 1998-2003 döneminde özel sektörün TCMB'ye güveninin tam olmadığı açıktır. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesinin başarılı olması için TCMB'nin güvenirliliğinin yükselmesi gerekmektedir. Teorik bölümde de belirtildiği üzere TCMB'nin güvenirliliği, verdiği sözleri yerine getirebilmesine bağlıdır. Tablo 25'de 2002 yılından sonra TCMB'nin verdiği enflasyon sözleri ve gerçekleştirmeler ortaya konulmaktadır. 2002 yılından sonra TCMB'nin kredi kazandığı söylenebilir (Baydur, v.d., 2004).



**Grafik 19: Enflasyon Beklentileri**

Özel kesimin TCMB'ye açtığı kredi, özel kesimin beklentilerindeki gelişmelerle de desteklenmektedir. Yukarıdaki grafik bunu göstermektedir. Grafik 19'da, TCMB Beklenti Anketi'nde yer alan gelecek 12 aylık enflasyon beklentileri, yıllık enflasyon ve yıl sonu hedefleri ile tutarlı enflasyon yolu görülmektedir. Bir yıllık enflasyon, geçen yılın aynı ayına göre TÜFE'deki yüzde artışı vermekteyken, hedef enflasyon patikası ve beklentiler gelecek 12 aylık döneme ilişkin olarak oluşturulmuştur. Grafikte görüldüğü üzere, gelecek 12 aylık döneme ilişkin enflasyon beklentileri, söz konusu dönem boyunca her zaman enflasyon hedefi ile geçmiş dönem enflasyon gerçekleştirmeleri arasında kalmıştır.

Bir başka deyişle, ekonomik birimler beklentilerini oluştururken açıklanan enflasyon hedeflerini göz önüne almış, ancak gerçekleşen enflasyondan da etkilenmiştir. Beklenen enflasyonun 2002 yılı genelinde görece olarak hedef patikaya daha yakın olmasına karşın, 2003 yılının ilk aylarında, özellikle Irak operasyonunun gündemde olduğu dönemlerde geçmiş enflasyona yakınlaştığı görülmektedir. Grafikte 19'da da vurgulandığı üzere, ekonomik birimlerin 12 ay sonrası enflasyon beklentilerini oluştururken, hedefler paralelinde azalan bir enflasyon patikasını, ağırlıklı bir parametre olarak göz önüne aldıkları sonucu ortaya çıkmaktadır. Bir başka deyişle, geçmiş enflasyonun istatistiksel açıdan anlamlı bir değişken olarak geleceği tahminde hala önemli bir yer tutmasına karşın, ankete katılan ekonomik birimler öngörülerini oluştururken, yıllık enflasyonun hedeflenen patikaya paralel bir şekilde kademeli olarak düşeceği varsayımı altında hareket etmektedir. Özel iktisadi birimlerin TCMB'ye olan güvenleri artmış ancak yeterli bir seviyeye ulaşmamıştır.

4- Açıktır ki para tabanının artış hızı üzerine konulan kısıtlar ve "örtük enflasyon hedeflemesi" uygulaması, sadece enflasyon bekleyişlerini şekillendirmeyi amaçlamamaktadır. Bu politikaların bir diğer önemli amacı da enflasyonu belirleyen iç talep ve maliyetleri etkileyen unsurları, enflasyonu düşürecek yönde ve doğrudan kontrol etmeye çalışmaktır. Şüphesiz, tek başına para politikası yoluyla enflasyonla mücadele etmek mümkün değildir. Mali disiplin sağlanmadan, bekleyişleri doğrudan etkileyen reform süreci kesintisiz uygulanmadan enflasyonla mücadele yapılamaz. Dolayısıyla 2002 yılından itibaren uygulanmaya başlayan enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısı sıkı para ve maliye politikasının koordineli uygulanmasına bağlıdır.

5- Para politikası tümüyle enflasyona odaklanacağından, enflasyonun mevcut düzeyi ve gelecekte alabileceği değerler hakkındaki Merkez Bankası değerlendirmeleri kamuoyu açısından önem taşımaktadır. Şeffaflık ilkesi gereği, bu değerlendirmeler kamuoyu ile paylaşılacaktır. Her ay açıklanan enflasyon oranı hakkındaki Merkez Bankası analizi, her iki anketten elde edilen geleceğe yönelik enflasyon bekleyişleri ve ileriye yönelik Merkez Bankası bekleyişleri açıklanacaktır.

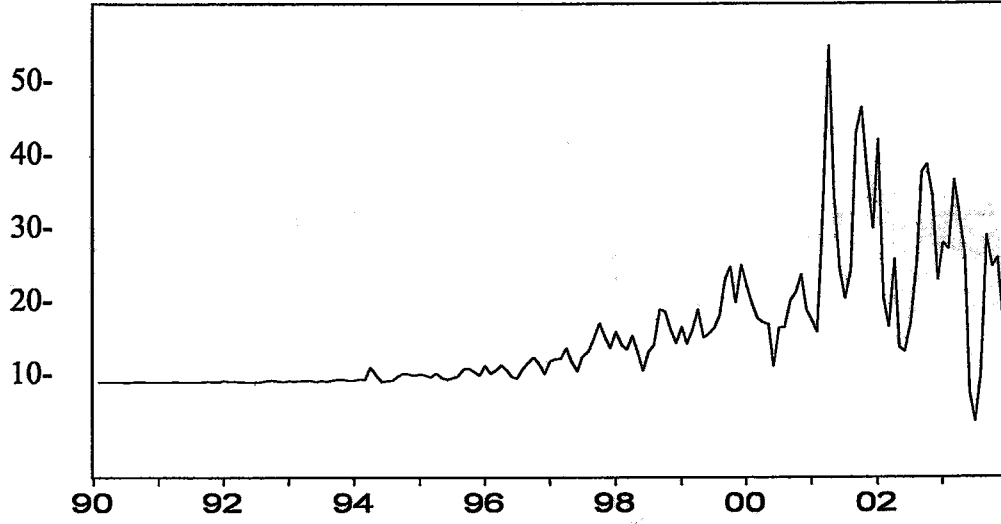


Bu beş stratejinin sonucu incelemeden önce TCMB'nin enflasyon hedeflemesinde teorik bölümde ortaya konan enflasyon oranını mı yoksa fiyat derecesini mi seçmesi konusunun ortaya konulması gerekmektedir. TCMB enflasyon hedeflemesi için enflasyon oranını seçmelidir. Böyle bir hedef seçilmesinin nedeni Türkiye'de ortaya çıkan şokların fiyat düzeyinde daha büyük dalgalanmalar ortaya çıkarmasıdır. Enflasyonun oran olarak ifade edilen değerleri daha küçük varyansa sahip olduğundan, hedefe ulaşılması daha kolaydır. Aynı zamanda hedefin oran olarak belirlenmesi; çıktıda göreceli olarak daha fazla istikrar yaratacağından, TCMB'nin güvenilirliği de artar.

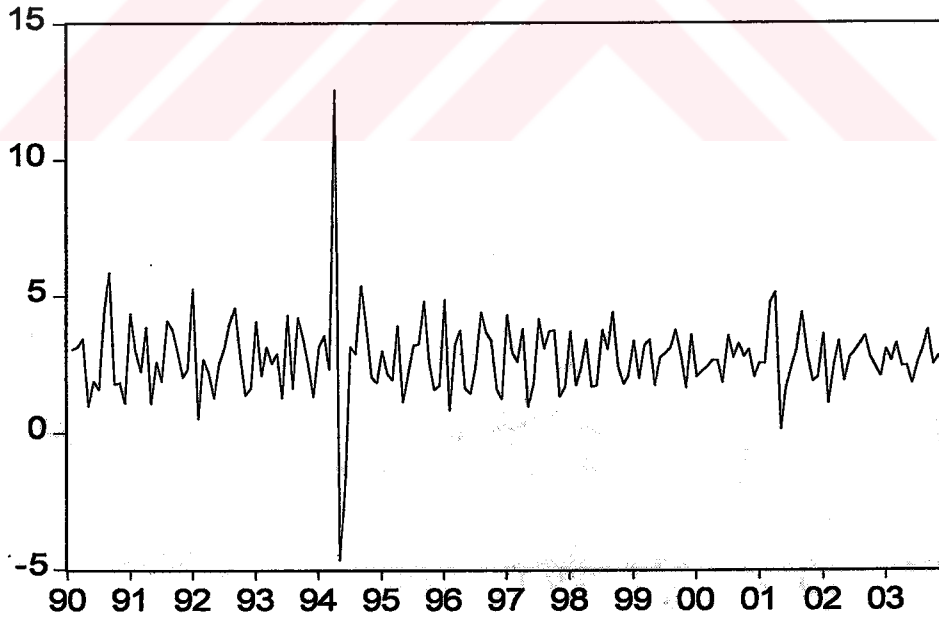
Grafik 20 ve 21'de 1990 ile 2003 yılları arasında Türkiye'deki fiyat derecesinde ve enflasyon oranındaki dalgalanmalar görülmektedir. Grafik 20 ve 21 karşılaştırıldığında fiyat düzeyinin enflasyon oranına göre hem varyansının daha fazla olduğu hem de belirli bir atalet içerdiği görülmektedir. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi için enflasyon oranının daha ideal olduğu teorik hipotezi Türkiye içinde doğrulanmaktadır<sup>34</sup>.

---

<sup>34</sup> Grafikler Svensson'un fiyat düzeyi ve enflasyon oranı için ortaya koyduğu modellere dayanmaktadır. Daha geniş bilgi için bkz [www.princeton.edu/svensson/und/504](http://www.princeton.edu/svensson/und/504).



**Grafik 20: Fiyat Düzeyinin Standart Sapması**



**Grafik 21: Enflasyon Oranının Standart Sapması**

Yukarıdaki beş stratejiyi dayanarak enflasyon hedeflemesini altında elde edilen sonuçları değerlendirilmek istendiğinde Tablo 25'a bakmak gerekmektedir.

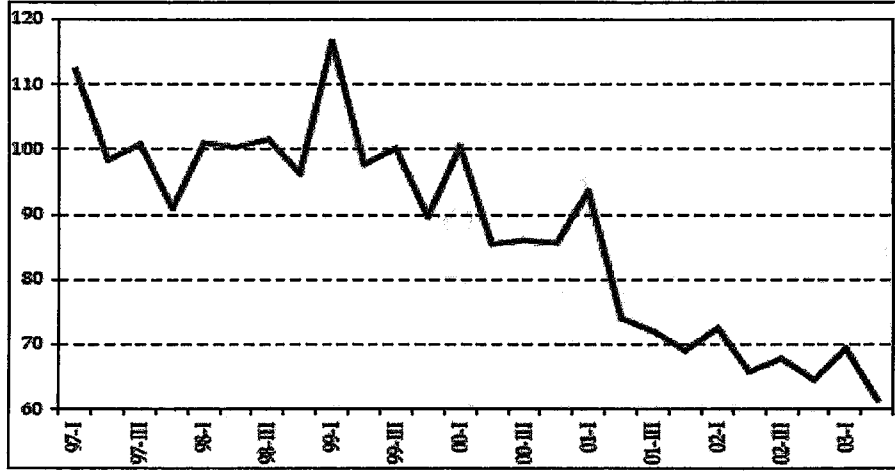
**Tablo 25: 1990-1994 Para Program Hedefleri ve Gerçekleşmeler (%)**

	2002		2003		2004	
	PH	G	PH	G	PH	G
<b>TUFE</b>	35	29,7	20	18.3	12	-

*Kaynak:TCMB.*

TCMB'nin örtük enflasyon hedeflemesi politikası değerlendirilmek istendiğinde 2002 ve 2003 yıllarında TCMB hedeflediği enflasyon büyüklüklerine ulaşmıştır. 2002 yılında hedeflenen TÜFE % 35 iken gerçekleşen % 29, 2003 yılında hedeflenen % 20 iken gerçekleşen % 18 olmuştur. Teorik bölümde de vurgulandığı üzere TCMB'nin inandırıcı olabilmesi için hedeflediği enflasyon değerlerinin altına inmesi gerekmektedir. TCMB bunu sağlamaktadır. Bu sağlanabildiği ölçüde iktisadi birimler ile TCMB'nin fiyatlama süreci daha uyumlu olacak ve fiyat istikrarı gerçekleşecektir. TCMB'nin enflasyon hedeflemesi politikasında başarılı olmasında altında aşağıdaki faktörler rol oynamıştır.

1-Bu iki yıllık süreç içinde ücretler reel ve nominal olarak düşmüştür. Türkiye'de 2002 ve 2003 yıllarında ortaya çıkan verim artışı ve nominal ücretlerdeki azalma reel ücretleri azaltmıştır. 2000 yılına göre reel ücretler 40 puan değer kaybetmiştir. Reel ücretlerdeki bu azalma maliyetlere yansıdığından, enflasyon hedeflemesinin başarılı olması açısından hayati bir öneme sahiptir. Özellikle kamuda ücret ve maaş artışlarının geçmiş değil gelecek dönem enflasyonuna göre yapılması, özel sektörde eğitim ve sağlık sektörü dışında fiyatlama sürecinin enflasyon hedeflemesi ile uyumlu olması Tablo 25'deki neticelerin ortaya çıkmasında önemli rol oynamıştır.



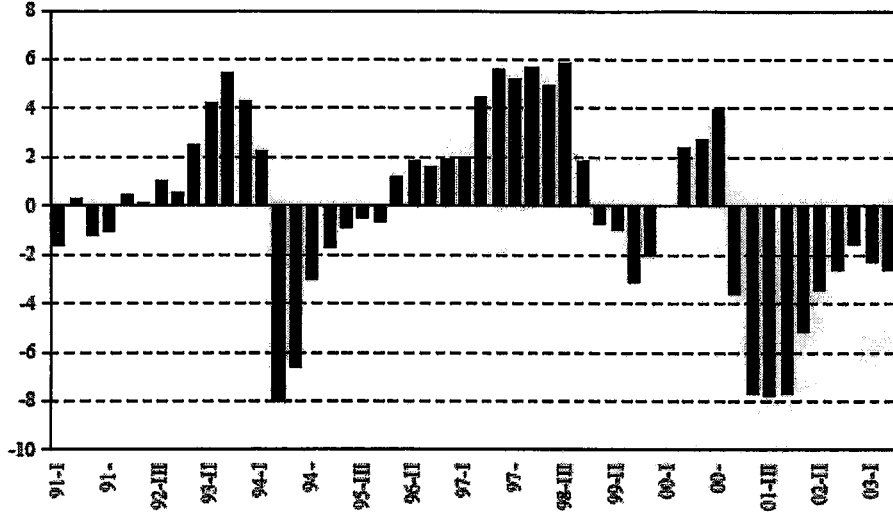
Kaynak:Die

### Grafik 22: İmalat Sanayinde Reel Ücret Endeksinin Gelişimi

2- İşgücü verimi artmıştır. Ekonomi enflasyon hedeflemesinin uygulandığı bu iki yıl içerisinde ortalama olarak % 6 büyümüştür. 2002 yılında kamuda verimlilik %8 artarken özel sektörde %7,9 2003 yılında da kamuda % 4,8 özeldede % 6 dolayında artmıştır. Tüm bu gelişmeler yukarıda grafik 22'deki doğrulanmaktadır.

3- Reel kurların değerlendirilmesi ve döviz kurlarında yaşanan istikrar enflasyon hedeflemesine yardım etmiştir.

4- Bu dönemde sistemli olarak uygulanan daraltıcı maliye politikası ve sıkı para politikası sayesinde iç talepteki baskı azalmıştır. Toplam talepteki gelişmeler çıktı açığı kavramı kullanılarak analiz edilebilir. Bu analiz Grafik 23 yardımı ile yapılabilir.



Kaynak: TCMB.

**Grafik 23: Türkiye’de Dönemler İtibariyle Üretim Açığı ve Potansiyel GSYİH**

Yukarıdaki tablo TCMB tarafından hazırlanmıştır. Çıktı açığı negatif olduğu zaman ekonomide talep baskısının olmadığından, pozitif olduğu zaman ise bir talep baskısının varlığından söz edilebilir. Bu bilgilerin ışığında yukarıdaki grafik değerlendirilirse, 2000 yılında itibaren uygulanan enflasyonu düşürme politikaların talep baskısını azalttığı söylenebilir. 2000 yılından sonraki dönemde çıktı açığı negatif olduğu için enflasyon Türkiye’de düşmektedir. Dolayısıyla Tablo 29’da gerçekleşen enflasyon değerleri sıkı para ve maliye politikasının eseridir denilebilir.

5- Tarım ve enerji fiyatları TCMB’nin enflasyon hedeflemesi politikasına yardım etmiştir.

Ancak bu noktada vurgulanması gereken birkaç nokta vardır. Uzun yıllar süren enflasyon para otoritesinin güvenilirliğini tüketmiştir. Bunun en güzel göstergesi gelecek dönük uzun vadeli faizlerde görülmektedir. Türkiye’de üç ay ve daha uzun vadeli borçlanmada geçerli olan faizlerde ciddi bir risk primi uygulaması devam etmektedir. Bu durumda TCMB’nin henüz yeterince kredili olmadığını göstermektedir. Dolayısıyla yapısal reformlara devam etmek

enflasyon hedeflemesinin başarılı olması için hayati öneme sahiptir. Bu doğrultuda TCMB'nin bağımsızlığı güçlendirilmiştir. Çünkü enflasyon hedeflemesinin başarılı olması için olmazsa olmaz koşullardan biri TCMB'nin bağımsızlığıdır.

### **A-TCMB Bağımsızlığının Gelişimi**

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;

#### **1-Araç Bağımsızlığı**

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 donatılmıştır<sup>35</sup>.

#### **2-Hesap Verebilirlik ve Kamuoyunun Bilgilendirilmesi**

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)

<sup>35</sup> Bu konuda daha geniş bilgi için 2001 yılında çıkarılan TCMB kanununa bakılabilir.



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.

### **3-Para Politikası Kurulu**

Fiyat istikrarının gerçekleştirilmesinde etkinlik sağlanması amacıyla, dünyadaki uygulamalar da göz önüne alınarak Para Politikası Kurulu oluşturulmuştur.

TCMB'nin bağımsızlığının gelişimi Cukierman'ın oluşturduğu endeks yardımı ile hesaplanabilir (Berument ve Neyaptı, 1999). Bu endeks genel olarak merkez bankasının bağımsızlık endeksidir ki merkez bankasının bağımsızlığını bütün boyutları ile ölçer. Burada kullanılan endeksi oluşturan temel başlıklara göre: i- merkez bankasının başkanının atanması ii- merkez bankasının hedefleri iii- para politikasının oluşturulması iv- kamuya borç verilip verilmediğine dayanarak TCMB'nin bağımsızlığı ölçülecektir. Bu endeksin içinde 59 alt değerlendirme unsuru bulunmaktadır (bkz: Ek 1). Endeks değerinin hesaplanabilmesi için 4 Nisan 2001 tarihinde çıkarılan TCMB yasası dikkate alınmıştır.

Cukierman tarafından Türkiye için geçmiş yıllara bağlı olarak hesaplanan endeks değerleri tarafımızdan hesaplanan endeks değeriyle kıyaslanması, TCMB'nin bağımsızlığında yaşanan gelişimini ölçmede faydalı olacaktır. Parasal otorite tam bir bağımsızlığa sahip ise endeks 1'e eşittir. Bağımsızlığı yok ise endeks 0'a eşit olur. Bu açıdan bakıldığında TCMB 1980-1989 da 0.44

bağımsızlık katsayısı<sup>36</sup> 2003 yılında 0.64 düzeylerine ulaşmıştır. 4 Nisan 2001 de çıkan yasa ise bağımsızlık açısından bir yenilik getirmiştir Dolayısıyla 2000 ve 2001 yılındaki krizden sonra TCMB bağımsızlığı artmıştır.

TCMB'nin bağımsızlığı artmıştır ancak bu artma bir başka boyutu ile değerlendirilebilir. Merkez bankalarının bağımsızlığı genel başkanlarının görev süresi dikkate alınarak incelenmiştir. Siyasal otorite ile para otoritesi arasında ilişkiler merkez bankasının başkanının atanmasına bakılarak ortaya konulabilir. TCMB Başkanın atanması Bakanlar Kurulu kararıyla olmaktadır. TCMB başkanı 5 yıllık bir süre için atanmaktadır. Merkez bankalarının başkanlarının değişim sıklığı merkez bankasının politik değişimlerden etkilenmesini göstermektedir. Bu açıdan TCMB başkanlarını 1990'lardaki değişim sıklığına bakıldığında, 1987 yılında göreve başlayan Rüştü Saraçoğlu 1993'e kadar yaklaşık 6 yıl görevde kaldığı görülmektedir. Daha sonra 1993-1994 arasında Bülent Gültekin, 1994-1995 arasında Yaman Törüner, 1995-1996 tarihleri arasında başkan vekili olarak Osman Cavit Ertan, 1996-2001 yılları arasında Gazi Erçel görevde kalmışlardır. 2001 yılından bu yana Süreyya Serdengeçti başkan olarak görevini sürdürmektedir.

Siyasal iktidarlar merkez bankasının başkanını değiştirerek para politikasını etkileyebilirler. Ancak yeni TCMB yasasına göre TCMB başkanları direkt bir şekilde görevden alınmaz. TCMB'nin başkanının atanması ve görevden alınması 25.ve 27. maddelerde düzenlemiştir. TCMB başkanı 27. madde de belirtilen hallerde ve yasanın kendisine verdiği görevleri gerçekleştirilemediği takdirde bakanlar kurulu kararı ile görevden alınır. Dolayısıyla TCMB başkanları kanunun belirttiği sınırların dışında bakanlar kurulu kararı ile direkt olarak görevden alınmaz. 1990'lı yıllar açısından TCMB başkanların değişim sıklığı % 25 iken hükümetlerin değişim sıklığı da % 10'dur<sup>37</sup>. Bu açıdan TCMB başkanlarının görev süreleri, hükümetlere göre daha istikrarlı bir seyir göstermektedir.

<sup>36</sup> Bakınız (Cukierman, 1995)

<sup>37</sup> Ek 2'de Hükümetlerin değişim sıklığı bir tablo olarak verilmiştir

Tablo 26: TCMB'nin Uyguladığı Politika Ortamları Ve Enflasyon Oranları (%)

Yıllar	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	20001	2002	2003
İhtiyari Pol.	x	x	x	x	x	x	x	x		x (Deprem)		X (Ek.Kriz)		
Taahhüt Pol.									X (PB)		X (DK)		X (PB+O/N)	X (PB+O/N)
Enflasyon	52 <sup>1*</sup>	55 <sup>1*</sup>	62 <sup>1*</sup>	58 <sup>1*</sup>	120 <sup>1*</sup>	89 <sup>1**</sup>	84 <sup>1**</sup>	81 <sup>1**</sup>	54,3 <sup>1**</sup>	65 <sup>1**</sup>	32,7 <sup>1**</sup>	68 <sup>2**</sup>	29,5 <sup>2**</sup>	23 <sup>2**</sup>

Kaynak: [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr), 1: TEFE, 2: TÜFE \* : 1987=100, \*\*: 1994=100 TÜFE, (1987=100), P.B.:Parasal Büyüklükler, D.K.:Döviz Kuru, O/N: Gececik faizler.

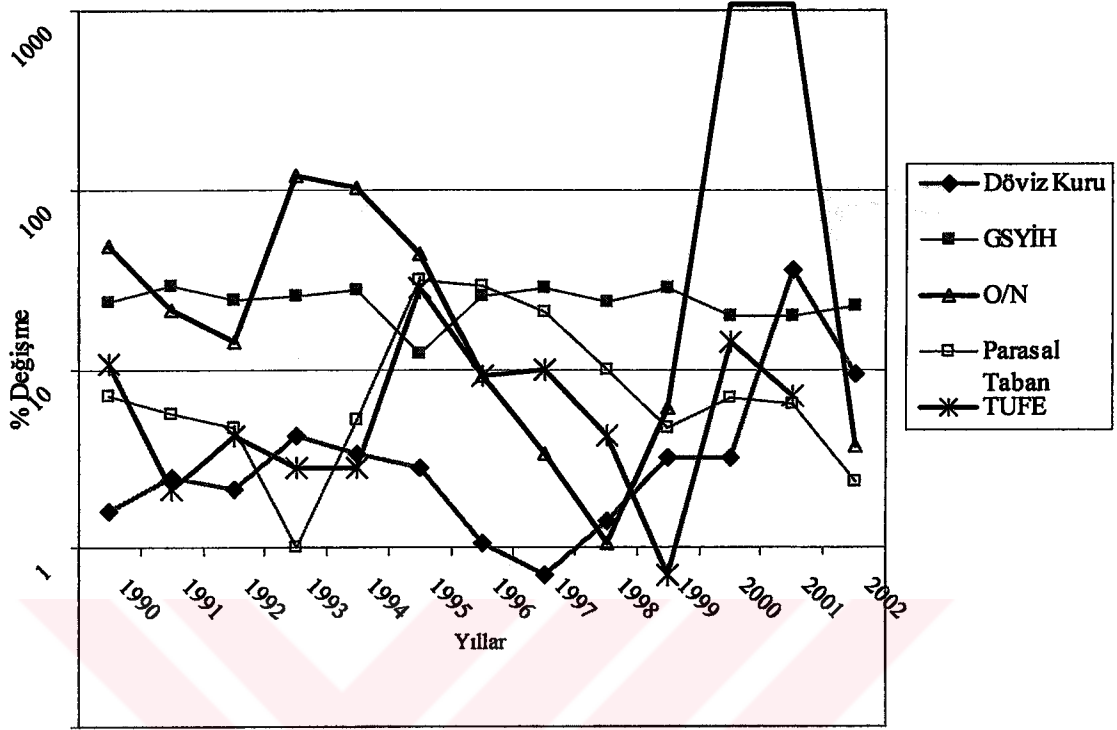
#### IV-Genel Değerlendirme

TCMB'nin 1990 ile 2003 yılları arasındaki para politikaları genel olarak değerlendirilmek istendiğinde taahhüt politikalarının enflasyonu düşürmede daha etkili olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu durum aşağıdaki Tablo 26'da daha net bir şekilde ortaya konmaktadır.

1990 ile 1997 yıllarında TCMB'nin nihai amacı olan enflasyon büyüklüğü hakkında bir taahhütte bulunmamıştır. Bunun yerine parasal büyüklükleri hedefleyerek fiyatlarda istikrar sağlamaya çalışmıştır. Yine aynı dönem içerisinde enflasyonu kontrol etmede ara hedeflerin örtük olarak kullanıldığı için 1990 ile 1997 yılları arasında ihtiyari politika uygulandığı ileri sürülebilir. 1998 yılından günümüze ise fiyat istikrarını sağlayacak ara hedefler açık bir şekilde deklere edildiği için taahhüt politikasının izlendiği söylenebilir.

Tablo 26'ya bakıldığında ihtiyari politika izlendiği dönemlerde enflasyonda bir istikrarın sağlanamadığını görmekteyiz. Buna karşılık 1998 yılından itibaren taahhüt politikası çerçevesinde yürütülen para politikasının fiyat istikrarı sonuçlarına bakıldığı zaman, fiyat istikrarının sağlandığı söylenebilir. Dolayısıyla teorik bölümdeki çıkarsamaya uygun olarak Türkiye'de taahhüt politikasının fiyat istikrarını sağlamada etkin olduğu anlaşılmaktadır.

Genel anlamda taahhüt politikasının fiyat istikrarını sağladığı ortaya konulmuştur. Özelde ise taahhüt politikası olan nominal çapalardan hangisinin Türkiye Ekonomisi için uygun olduğu, gerek pratikte gerekse teoride kullanılan nominal çapaların standar sapmaları incelenerek ortaya konulabilir.



0.1 **Grafik 24:**1990-2003 Yılları Arasında Nominal Çapaların Standart Sapmalarındaki Gelişmeler

Para politikasında fiyat istikrarı için kullanılacak en iyi çapa nedir sorusuna yukarıdaki grafikten faydalanarak bir cevap verilebilir. İdeal bir çapanın özelliği öngörülebilir ve kolay izlenebilir olmasıdır. Bu özellikte bir çapanın varyasyonunun veya standart sapmasının büyüklüğü ile bağlantılıdır. Bir ekonomik büyüklüğün standart sapması ne kadar küçük ise o kadar kolay öngörülebilir. Öngörülebilen bir değişken de kolay bir şekilde yönetilir. Grafik 24’de dalgalanma boyutunun en küçük olduğu değişken döviz kuru olduğundan enflasyonda istikrar açısından iyi bir çapa özelliğini taşımaktadır. Nitekim varyans ayrıştırma sonuçlarında da gösterdiği üzere döviz kurunun enflasyon beklentisinin ilk dört periyodunda % 21’ini açıklayan bir değişken olduğundan, Türkiye Ekonomisi’nde fiyat istikrarını sağlamak için döviz kuru iyi bir çapa durumundadır. Yine grafiğe bakılacak olursa enflasyonun kendisinin döviz kuru kadar olmasa da standart sapmasının kriz yılları haricinde

küçük olduğunu görmekteyiz. Yukarıda belirtildiği gibi ekonomik şartlar sağlanır ise enflasyon hedeflemesi de ideal çapa görevi görebilecek bir büyüklük olmaktadır.

Ancak ne parasal tabanın ne de O/N faizlerin dalgalanma boyutları yüksek ideal çapa özeliği taşımamaktadırlar. Bununla birlikte O/N faiz oranlarının bir gösterge ekonominin genel gidişatını göstermesi açısından; ideal bir büyüklük olduğu tablodan ortaya çıkmaktadır.

Nominal çapanın kolay anlaşılabilir ve istikrarlı olması yanında merkez bankasının nihai hedefi ile tutarlı bir ilişki içinde olması gerekmektedir. Yani Türkiye Ekonomisi için hangi nominal çapanın enflasyon beklentilerini ve enflasyon riskini açıkladığı sorusu ampirik bir çalışma ile ortaya konulabilir.





## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **Enflasyon ve Nominal Çapalar Arasındaki İlişkinin Ampirik Olarak Sınanması**

Çalışmanın birinci bölümünde (10) nolu denklemde enflasyonu etkileyen değişkenler verilmişti. Bu model enflasyon ile ilişkili olan hem nominal hem de reel değişkenleri içermektedir. Bu bölümde ise, (10) nolu denklemdeki değişkenleri kullanarak ve ideal nominal çapanın taşınması gereken özellikleri dikkate alarak Türkiye için en uygun nominal çapa vektör otoregresif (VAR) tekniği ile test edilecektir. Böylece fiyat istikrarı için en uygun nominal çapanın hangisi olduğu belirlenmeye çalışılacaktır.

#### **I-Ekonometrik Analizde Kullanılan Verilerin Değerlendirilmesi**

Birinci ve ikinci bölümlerde sunulan bilgiler ışığında, bu bölümde enflasyon, enflasyon beklentisi ve riski ile ilgili gerek teorik olarak öngörülen, gerekse uygulamada kullanılan çeşitli nominal çapalar arasındaki ilişkiler VAR modeli yardımı ile araştırılacaktır. Son yıllarda VAR analizi kullanılarak enflasyon ve enflasyon beklentisini etkileyen değişkenlerin test edilmesi yoğunluk kazanmıştır. Bu konuda Türkiye için yapılan çalışmalardan başlıcaları Ülengin (1995), Erol (1997), Saraçoğlu (1999), TCMB (2002) dir. Jacobsen, v.d. (1999), ise yabancı ülkeler için yapılmış çalışmalara örneklerdir. Bu çalışmada da enflasyon, enflasyon beklentisi ve enflasyon riskini etkileyen en önemli değişken veya değişkenler saptanmaya çalışılacaktır.

Çalışmada VAR analizi yanında Granger nedensellik analizi de yapılmıştır. Böylece değişkenler arasındaki ilişkileri daha net bir şekilde incelenmiştir. Granger nedensellik testine bağlı olarak elde edilen sonuçlar, grafik yardımı ile ortaya konulmuştur. VAR modelinde kullanılacak zaman serileri Tablo 27'de sunulmuştur. Modelde kullanılan değişkenler logaritmik olarak ifade edilmiştir.

**Tablo 27: Ekonometrik Testlerde Kullanılacak Zaman Serilerinin Tanıtımı**

Zaman Serisi	Testteki Kısa Adı	Dönemi	Alındığı Kurum
Tüketici Fiyat Endeksi	LENF	1990:01- 2003:12	Merkez Bankası elektronik veri dağıtım sistemi
Döviz Kuru	LDöviz Kuru	1990:01- 2003:12	Merkez Bankası elektronik veri dağıtım sistemi
Gecelik Ortalama Faiz	LON	1990:01- 2003:12	Merkez Bankası elektronik veri dağıtım sistemi
Gayri Safi Yurt İçi Hasıla	LGSYH	1990:01- 2003:12	Merkez Bankası elektronik veri dağıtım sistemi
Parasal Taban	LPTABAN	1990:01- 2003:12	Merkez Bankası elektronik veri dağıtım sistemi

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 (TCMB, 1999: 107). Dolayısıyla çalışmada VAR modeline TÜFE serisi dahil edilmiştir.

Döviz kuru, Türkiye'deki enflasyonun önemli nedenlerinden birisidir. Çünkü dışa bağımlılığın yüksek olması yanında, para ikamesi ve fiyatlamada döviz kurunun yaygın olarak kullanılması enflasyon ile döviz kuru arasında yüksek bir korelasyon oluşmasına neden olmaktadır (Kazgan, 1999: 310-5). Çalışmada Türkiye Ekonomisinde yoğun bir şekilde dolar kullanıldığından döviz kuru olarak Dolar esas alınmıştır (Süslü ve Baydur, 2002: 123-30) Dolayısıyla Dolar serisi VAR modeline 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 (TCMB, 2002: 10-5). Merkez Bankası için beklenen enflasyon ile fiili enflasyonun beraber düşüp düşmediğinin en kolay tespiti, kısa vadeli faizlerdir (McCallum, 1997: 220-3). Merkez bankasının kısa vadeli faizleri yükseltmesi ve düşürmesi diğer faizleri etkileyeceğinden, ekonomideki toplam harcamalar da değişecektir. Dolayısıyla gecelik faizler de analize dahil edilmiştir.

Burada DİBS faizleri analize dahil edilmemiştir. Çünkü merkez bankası iç borç faizlerini kontrol edemez. İç borçlanma faizi, başta kamu borçlanma ihtiyacının şiddeti ile makro ekonomik değişkenlerin fonksiyonu olduğundan oldukça istikrarsız bir yapıya sahiptir. Dolayısıyla ideal bir çapa olmaktan çok uzaktır (Fisher ve Dornbusch, 2000: 530).

GSYİH pratikte kullanılmamasına karşın teoride uygulanan bir nominal çapadır (Blinder, 1999: 40-5). Bu çapanın enflasyon üzerindeki etkisini ölçmek teorik bilgiyi test etmek açısından faydalı olacaktır.

TCMB 1990 yılından itibaren günümüze kadar parasal büyüklükleri gerek performans kriteri gerekse gösterge olarak kullanmıştır. Dolayısıyla parasal büyüklükleri analize katmak gerekmektedir. TCMB son yıllarda parasal tabanı, parasal büyüklüğün temel göstergesi olarak benimsemiştir. Bu açıdan çalışmada parasal büyüklüğü temsil etmek üzere parasal taban analize dahil edilmiştir.

Türkiye’de para politikaları 1990 yılından itibaren deklere edilmeye başlanmıştır. Aynı zamanda 1990 yılı ile beraber sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi nedeniyle ekonomide yapısal bir değişim yaşanmıştır. Dolayısıyla enflasyon, enflasyon beklentisi ve enflasyon riski ile nominal çapalar arasındaki ilişkiyi 1990’lı yıllar boyunca incelemenin daha uygun olacağı açıktır. Bu açıdan zaman serileri Ocak 1990-Aralık 2003 arasında aylık değerler olarak ele alınmıştır.

## II- Zaman Serilerinin Durağanlık Ölçümü

Bu bölümde, ele aldığımız zaman serilerinin durağanlık sınaması yapılmıştır. Bir zaman serisinin varyansı değişik dönemlerde istikrarlı değilse bu seriyi kullanarak bir ekonometri çalışması ile geleceği sağlıklı bir şekilde öngörmek mümkün değildir. Zaman serisine göre regrasyon hesaplarken, iki zaman serisi arasında anlamlı bir ilişki olmasa bile, çoğunlukla yüksek bir belirlilik katsayısı ( $R^2$ ) bulunabilir. Bu durum ekonometri literatüründe “düzmece regrasyon” 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, 211-25). Dolayısıyla iki zaman serisi arasındaki ilişkinin gerçek boyutunu ortaya çıkarabilmek için zaman serileri durağan olması gerekir. Eğer zaman serileri durağan değil ise yapılacak tahminler istatistiki açıdan anlamlı olmayacaktır.

Her zaman serisi bir veri yığındır. Zaman serileri olasılıklı bir süreçtir. Bu seriler geride yatan ekonomik ilişkileri dışa vurmaktadır. Nasıl ki bir ana kütleyle ilişkin tahminlerde bulunmak için örnek veriler kullanılıyor ise, zaman serilerinde de geride yatan olasılıklı sürece ilişkin çıkarsamalar yapmak için 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 ölçülün aynı kalır (Gujarati, 1999: 710-14).

## III- Zaman Serilerinde Durağanlığın Birim Kök İle Sınanması

Durağanlık sınaması bir çok 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 aşağıdaki gibi formüle edilerek ardışık bağımlılık fonksiyonu tanımlanabilir.

$$\rho_k = \gamma_k / \gamma_0 \quad (53)$$

Herhangi bir  $\rho_k$ 'nin istatistiki bakımından anlamlılığı standart hatası ile belirlenir. Bir zaman serisi tamamen tesadüfi ise örneklem ardışık bağımlı katsayılarının ortalaması sıfır,  $1/n$  varyansı ile normal dağılması gerekir. Bütün  $\rho_k$  ardışık bağımlılık katsayılarının eş anlı olarak sıfır olduğunu ileri sürmek serinin durağan olduğunu öne sürmek ile aynı anlamdadır. 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.

Serinin durağan olup olmadığını test etmek için kullanılacak başlangıç hipotezi  $H_0: \delta = 0$  veya  $H_0: \rho = 1$  kurulabilir. Alternatif hipotezde  $H_1: \delta < 0$  veya  $H_1: \rho < 1$  olacaktır (Kadılar, 2000:18-20).

$$\Delta X_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta X_{t-1} + u_t \quad \text{olur.} \quad (54)$$

D-F sınamasında yukarıdaki regrasyon kalıpları kullanılır. ( $\beta$ ) notasyonu sabit bir büyüklüğü göstermektedir. ( $t$ ), zamanı veya genel bir eğilim değişkenidir. Denklem (54) hem sabitli hem de trendli bir durağanlık sınamasını tanımlamaktadır. Bu denklemlerde yukarıda belirtilen  $H_0$  hipotezine göre test edilir. Çalışmada zaman serileri denklem (54)'deki regrasyon kalıbına göre durağanlık sınamasına tabi tutulmuştur.

#### **A- Var Modelinde Kullanılacak Olan Zaman Serilerinin Durağanlık Testleri**

Bu çalışmada beş zaman serisi durağanlık sınamasına tabi tutulmaktadır. Durağanlık sınaması için Dickey-Fuller (D-F) ve Phillipis-Perron (PP) testleri uygulanmıştır. Bu testlerde kullanılan denklem hem sabit hem de trendlidir. Zaman serilerinin durağanlık sınamaları aşağıda tablo olarak verilmiştir.

**Tablo 28: Serilerin Birim Kök Testleri: 1990-2003**

Değişken	ADF	PP <sup>(a)</sup>	Kritik Değer <sup>(b)</sup>	
			1%	5%
Enflasyon	I(0) 2.72	I(0) 2.72	-4.01	-3.43
	I(1)-5.88 <sup>(c)</sup>	I(1)-5.88	-4.01	-3.43
Döviz Kuru	I(0) -1.33	I(0)-1.34	-4.01	-3.43
	I(1)-8.41 <sup>(c)</sup>	I(1)-8.41	-4.01	-3.43
P.Taban	I(0)3.10	I(0)3.10	-4.01	-3.43
	I(1)-16.77 <sup>(c)</sup>	I(1)-16.72	-4.01	-3.43
GSYH	I(0)-5.72 <sup>(c)</sup>	I(0)-5.77	-4.01	-3.43
	I(0)-8.19 <sup>(c)</sup>	I(0)-8.19	-4.01	-3.43

<sup>(a)</sup> Philips-Perron Birim kök testi

<sup>(b)</sup> % 1 ve % 5 anlamlılık düzeyinde birim kök testinin MacKinnon kritik değerlerini göstermektedir.

<sup>(c)</sup> Durağanlaştırılmış Değerler

Tablo 28’de ampirik sınamada kullanılan değişkenlerin D-F birim kök testine göre durağanlık sınaması yapılmıştır. İlk olarak D-F testi trendli ve gecikmesiz I(0) olarak yapılmıştır. Tabloda MacKinnon kritik değeri % 1’e göre -4.01, % 5’e göre -3.43 dür. Dolayısıyla, enflasyon, döviz kuru ve parasal taban serilerinde  $H_0$  kabul edilir. Yani serilerin trendli ve gecikmesiz I(0) değerleri durağan değildir. Enflasyon, dolar, parasal taban zaman serilerini durağan hale getirmek için birinci farkları I(1) alınmıştır. Serilerin birinci farkları alındıktan sonra yapılan sınamada serilerin durağan oldukları gözlenmiştir. Buna karşılık GSYİH ve gecelik faiz serilerinin trendli ve gecikmesiz I(0) değerleri durağan olarak bulunmuştur.

#### **IV-Vektör Otoregrasyon Modellerinin Tanıtılması Ve Tahminlerde Kullanılması**

Genellikle çalışmalarda hipotezin değerlendirilmesi için toplanan veri yığını, yapısal bir model yardımı ile test edilir. Böyle yapısal modelleri tahmin etmeden önce, denklemdaki bağımlı ve bağımsız değişkenlerin belirlenmiş olması gerekir. Bu şekilde bir belirlenme tamamen öznel olacağı için ciddi biçimde eleştirilmektedir. Vektör Otoregresif Modeller (VAR) değişkenler arasında bağımlı - bağımsız değişken ayırımına gitmeden bütün değişkenleri hem içsel hem de dışsal olarak



almaktadır. Dolayısıyla VAR modelleri ile yapısal modeller arasında önemli farklar bulunmaktadır. VAR modellerinde dışsal değişken bulunmamakta; her bir değişken kendi gecikmeli değerleri ve diğer değişkenin gecikmeli değerleri ile tahmin edilmektedir. VAR modelleri değişkenlerin geçmiş döneme ait verilerini kullanarak gelecekte alacakları değişkenleri tahmin etmeye çalışır. Modellerde her değişken hem kendi geçmiş değerlerinden hem de modele katılan diğer değişkenlerin geçmiş değerlerinden etkilenir (Günçavdı, v.d., 2000: 154-5). Günümüzde VAR modelleri özellikle makro ekonomi ve finansman uygulamalarında sıkça kullanılmaktadır. VAR modellerinin bu kadar yoğun kullanılmasının sebebi basit ve tutarlı olmasıdır. (Ülengin, 1995: 104).

#### **V-Varyans Analizine Dayanılarak Değişkenlerin Hata Terimlerinin Ayırıştırılması**

Genellikle VAR modeli çok sayıda parametreden oluştuğu için bir değişkenin diğer değişkenlere olan etkisi katsayılardan açık olarak anlaşılammamaktadır. Hata teriminin varyansının ayırıştırılması ile bir değişkeni etkileyen diğer değişkenlerin ağırlıkları bulunabilir. Enflasyonu doğrudan veya dolaylı olarak etkileyen GSYİH, parasal taban, dolar kuru ve gecelik faiz değişkenlerinden hangisinin daha önemli olduğu varyans ayırıştırması sonucu bulunabilir (Saraçoğlu, 1999: 12-27). Varyans ayırıştırma işlemi iki aşamada yapılır. İlk önce tahmin edilen VAR modelinin vektör hareketli ortalama (VMA) şekli belirlenir. VMA kullanılarak çeşitli ön dönemler için tahminler hesaplanır. Ön dönemlerin her biri için tek tek değişkenin tahmin hatası varyansı hesaplanır. Değişme kaynaklarına göre varyans ayırıştırma sonuçları, bir anlamda vektör hareketli ortalama katsayılarının dinamik ölçekte yüzde ve kümülatif bir ifadesidir. VMA katsayıları varyans ayırıştırma sürecinde kendilerini açıkça ortaya koymaktadır. Bir değişkendeki bağımsız bir değişkenin kaç dönem sonra bağımlı değişkeni etkilemeye başladığı, etkinin kaç dönem sonra maksimum olduğunu, etkinin nihai olarak kalıcılık gösterip göstermediği bağımlı değişkenin tahmin hatası varyansında ilgili değişkenin payının gelişiminden çıkarılabilmektedir (Temurlenk, 1998: 42-43).

### A- Enflasyon Riskinin Modellenmesi

Enflasyon dalgalanmaları ARCH (Autoregresivve Conditional Heteroscedasticity = Ardışık Bağımlı Şartlı Değişen Varyans) tipi modeller ile analiz edilebilir. Volatilité, piyasa belirsizliğinin bir ölçütü olarak kabul edilmektedir. Türkiye’de aylık enflasyon verilerini kullanarak, enflasyon belirsizliği ile ilgili bir çok çalışma yapılmıştır (Yamak, 1996: 37-45; Berument ve Güner,1997: 319-27). ARCH modellerinde kullanılan koşullu varyans ( $h_t$ ), ( $\Omega_{t-1}$ ) gerçekleşmiş bilgi setine bağımlıdır. Bu bilgi seti dışsal değişenler ve gecikmeli içsel değişkenler ile bu değişkenlerin parametrelerinden oluşmaktadır. Burada ( $u$ ) en küçük kareler yöntemindeki hata terimlerini, ( $\Phi$ ) bilinmeyen parametreleri temsil etmektedir. Buradan hareketle ARCH regresyon modeli şu şekilde gösterilebilir:

$$\begin{aligned}
 Y_t \mid \Omega_{t-1} &\sim N(X_t\beta, h_t) \\
 h_t &= (u_{t-1}, \dots, u_{t-n}, \Phi) \\
 u_t &= Y_t - X_t\beta \text{ olur.}
 \end{aligned}
 \tag{61}$$

Burada ( $X_t\beta$ ) ve ( $h_t$ ) sırasıyla  $Y_t$  nin ortalaması ve varyansını göstermektedir. ( $\beta$ ) ve ( $\Phi$ ) parametrelerdir.  $X_t$ ,  $Y_t$ ’nin gecikmiş değişkenlerini içeren bir vektördür. Dolayısıyla bu çalışmada Enflasyon ve enflasyonun gecikme değerleri de  $X_t$  vektörünü oluşturmaktadır. Artık model koşullu hale gelmiştir. Geçmiş bilgilerin ışığında öngörü varyansının değişmesine izin verilmektedir. (61) nolu denklemdeki ARCH modeli, ya ARMA yada en küçük kareler yöntemine ait artıkların kalıntı kareleri ( $u_t^2$ ) kullanılarak koşullu hesaplanabilir.

$$h_t^2 = d_0 + \sum d_1 u_{t-j}^2 + vt
 \tag{62}$$

Genelleştirilmiş ARCH modeli (GARCH) ise, koşullu varyans ( $h_t$ )’nin de varyansı değiştiğinden, koşullu varyans sadece hata terimlerinin gecikmeli değerleri ile değil aynı zamanda kendi gecikmeli değerlerinin dikkate alınması ile oluşturulmaktadır.

Modelin belirlenmesinde ARMA yöntemi uygulanmış koşullu varyansın olup olmadığını anlamak için LM testi yapılmıştır. LM testi hata terimleri arasında

otokorelasyonun varlığını sınavan bir F testidir. Hesaplanan F değeri tablo değerinden büyük olduğu müddetçe serinin koşullu varyansa sahip olduğu söylenebilir.

### **B- Enflasyon İle Nominal Çapalar Arasındaki İlişkinin Var Modeli İle İncelenmesi**

Durağanlaştırılmış zaman serileri aralarındaki ilişkiyi ortaya çıkarabilmek için yapısal denklem VAR modeline tabi tutulmuştur. Bu analizde enflasyon ile nominal çapalar arasındaki ilişkinin şiddeti saptanmakla beraber birçok denklemin aynı anda tahmin edilmesi anlaşılması oldukça hantal bir ifade ortaya çıkarmaktadır. Çünkü birçok parametre bir arada bulunduğundan bir değişkenin diğer bir değişkene toplam etkisi tahmin edilen katsayılarından açık olarak anlaşılammaktadır. Buna engel olmak için varyans ayrıştırma işlemi (VMA) ile bir değişken üzerindeki nominal çapaların ağırlıkları VMA ile tespit edilmiştir. Enflasyon VAR tablosu ilgili varyans ayrıştırım tablosu da aşağıda verilmiştir (Oğuz, 2000: 42-3).

VAR modelinde gecikme uzunluğu Akaike ve Schwarz kriterine göre hesaplanmıştır. Burada hata terimleri otokorelasyon göstermeyen en küçük Akaike ve Schwarz kriterini veren gecikme uzunluğu VAR denkleminin gecikme uzunluğu olarak ele alınmıştır (Oğuz, 2000: 39-40).

Tablo 29'da, gecelik faiz, GSYİH, parasal taban ve durağanlaştırılmış Dolar ve enflasyon zaman serileri arasında öngörü hata teriminin varyans ayrıştırım değerlerini göstermektedir. Bu tabloda enflasyon değişkeninin öngörü hata varyans ayrıştırması (VMA) yapılmıştır. Merkez bankasının para politikaları birer yıllık olduğundan VMA sonuçları 12 aylık bir dönemi içermektedir.

**Tablo 29: Enflasyon Varyans Ayrıştırım Sonuçları**

Dönemler (Aylık)	Sabit Değişken	Enflasyon	Döviz Kuru	Parasal Taban	GSYH	O/N
1	0.005857	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.007084	72.31322	17.34496	0.371567	8.425056	1.545194
3	0.007816	60.15507	30.35510	0.375836	7.643325	1.470673
4	0.008228	57.50429	28.28537	4.584133	7.970225	1.655988
5	0.009110	50.22725	25.03157	13.97891	6.507795	4.254476
6	0.009273	50.89832	24.41940	13.70339	6.536341	4.442550
7	0.009656	49.56146	25.08482	12.78832	7.101654	5.463748
8	0.009885	49.41264	23.97589	12.26666	8.709251	5.635570
9	0.010722	43.18762	29.98799	13.62158	8.342150	4.860671
10	0.011362	38.45999	33.22782	16.20480	7.600312	4.507077
11	0.011640	36.65656	34.09402	16.46181	7.287874	5.499738
12	0.011777	36.79345	33.31577	16.29724	7.336174	6.257366

**Kaynak:** Analiz Sonuçları

Tablo 29'dan da görüldüğü üzere enflasyonda ortaya çıkan bir birimlik şokun bir yıllık bir süre dikkate alındığında % 36'sı enflasyonun kendisi, % 33'ü dolar kuru yani döviz kuru tarafından açıklamaktadır. Dolayısıyla fiili enflasyonun etkileyen en önemli değişken yine enflasyonunu kendisi çıkmaktadır. Fiili enflasyonu etkileyen ikinci önemli değişken ise döviz kuru olarak karşımıza çıkmaktadır. İlk aylarda enflasyon üzerinde en etkili değişken enflasyonunun kendisi iken, ikinci aydan itibaren döviz kuru enflasyonu belirleyen önemli değişken haline gelmektedir.<sup>38</sup> Dolayısıyla enflasyon üzerindeki en etkili makro ekonomik değişkenler enflasyonun kendisi ve döviz kuru olarak ortaya çıkmaktadır. TCMB tarafından enflasyonu etkileyen makro büyüklükler arasında yapılan varyans ayrıştırma sonuçları da yukarıdaki tablo ile uyumludur. Merkez bankası test sonuçlarına göre dolar enflasyonu iki veya üç aylık bir gecikme ile etkilemektedir (TCMB, 2002: 7-15). TCMB Türkiye Ekonomisi'nde fiyat istikrarını sağlamak için, enflasyon ataletini ortadan kaldırmalı ve döviz kurunda istikrar sağlamak zorundadır.

Para ikamesinin yaygın olduğu bir ekonomide, para talebi kurlara bağlıdır. Para ikamesinin güçlü olduğu bir ekonomide paranın dolaşım hızı istikrarlı olmadığından,

<sup>38</sup> Lim ve Papi'nini 1975 ve 1995 yılları arasında EKK yöntemine göre yaptığı çalışmada, enflasyonu etkileyen en önemli değişken olarak enflasyonun geçmiş değeri ve döviz kuru bulunmuştur. Daha detaylı bilgi için bkz Lim ve Papi 1997.

merkez bankası para arzını kendi başına belirleyemez. Dolayısıyla parasal büyüklüğünü etkileyen döviz kuru ve para ikamesi değiştikçe merkez bankasının para arzı değişecektir. Denklemden  $m_t$  para arzını temsil etmektedir.

$$m_t^s = \bar{m} \quad (55)$$

Denklem (55)'de para arzı sabittir. Para arzı, döviz kuru beklentisi ( $e_t$ ) para için çözülürse

$$E_{t-1}e_t = \bar{m} \quad (56)$$

Rasyonel beklentilere göre  $E(e_t) = e_t = m_t$  olduğuna göre yapılan testte görüldüğü üzere (ek 4'de) Doları en çok etkileyen değişken yedi gecikmede % 52 ile parasal tabandır. Çünkü merkez bankasının para yaratma kaynağı dövizdir. Nitekim TCMB bilançosuna bakıldığında bütün yükümlülüklerinin % 90 yabancı para cinsindedir. Ayrıca iktisadi birimlerin TL'ye olmayan güvenleri paranın piyasa çıktığı andan itibaren yabancı para olarak tasarruf edilmesine neden olmaktadır (Süslü ve Baydur, 2002: 1-5). Aynı ilişkiyi ters yönden de inceleyecek olursak parasal tabanı da etkileyen önemli değişkenin yedi aylık gecikmede % 14.57 ile Dolar olduğu görülmektedir (Ek 5). Yani döviz hem parasal tabanı etkilemekte hem de parasal tabandan etkilenmektedir. Sonuç olarak dolar hem fiyatları hem de miktarı etkileyen önemli bir büyüklük olmaktadır.

### **C-Enflasyon Beklentisi İle Nominal Çapalar Arasındaki İlişkinin Var Analizi İle İncelenmesi**

Rasyonel Beklentiler Teorisine göre enflasyon beklentisini oluşturabilmek için enflasyon zaman serisi olarak aldığımız TÜFE'nin kendi kendini üretebilmesi gerekmektedir. Yani TÜFE serisinin otokorelasyon vasfını taşımaları gerekmektedir. Otokorelasyon olup olmadığını anlamak için LM testi yapılmıştır. LM testi sonucu enflasyon zaman serisinde otokorelasyon vardır. Otokorelasyonun bulunmaması olasılığı Tablo 30'da görüldüğü gibi sıfırdır. Hipotez kurulacak olursa

$H_0 =$  otokorelasyon yoktur

$H_1 =$  otokorelasyon vardır.

% 5 lik anlamlılık düzeyine göre 3.98 olan  $F_{tab}$  değeri hesaplanan  $F_{hes}$  değeri ile kıyaslandığı zaman (12.40)  $H_0$  reddedilir. Yine enflasyon zaman serisi kendi verileri ile üretilebilecek bir zaman serisi durumdadır..

**Tablo 30: Enflasyon Serisinin LM Testi Verileri**

F-istatistiği	12.40693	Olasılık	0.000011
Düzeltilmiş $R^2$	21.66107	Olasılık	0.000020

Enflasyon beklentisini türetebilmek için enflasyon serisi kendi gecikmiş değerleri ile regresyona tabi tutulmuştur<sup>39</sup>. Bu regresyon sonucu  $ENF=c(1)+c(2)*ENF(-1)$  kalıbı bulunmuştur<sup>40</sup>. Bu kalıp rasyonel beklentiler teorisi ile de uyumludur. Çünkü iktisadi birimler ekonomik tahminlerini ekonometrik bir model yardımı ile oluşturduklarından enflasyon beklentileri de rasyoneldir. Beklenen enflasyon,

$$E(enf)= 0,021+0,47 *enf(-1) \quad (57)$$

Std sapma: (0.003405) (0.069255)

Olasılık: (0.0000) (0.0000)

(57) nolu beklenen enflasyon serisi kullanılarak enflasyon belirsizliğini temsil eden koşullu varyans hesaplanabilir. Elde edilen enflasyon beklentisi ile çapalar arasındaki ilişki VAR modeli ile aşağıdaki gibi tahmin edilmiştir. Gecikme uzunlukları birer dönem artırılarak Akaike ve Schwarz kriterleri hesaplanmıştır. Akaike ve Schwarz kriterini minimum yapan gecikme uzunluğu VAR modelinin gecikme uzunluğu olarak saptanmıştır. Değişkenler arasında karşılıklı olarak

<sup>39</sup> Buna benzer bir enflasyon beklentisi serisinin türetilmesi için bkz: Hacer Oğuz, 2000, Bedri Yamak, 1996.

<sup>40</sup> Enflasyon zaman serisinin kolegram grafiğine bakılmıştır. Kısmi gecikme korelasyon katsayısı 1 gecikme anlamlı olduğu için enflasyonun bir gecikmeli değeri alınmıştır.



kuvvetli bir etkileşim bulunmaktadır. Enflasyon beklentisi ve nominal çapalar arasındaki bu karşılıklı etkileşim para politikasını uygulamadaki en büyük etkendir. Değişkenler fasit bir daire oluşturarak birbirini belirlemesi bağımsız merkez bankasının bir politika aracını kullanma imkanını ortadan kaldırmaktadır.

Enflasyon beklentisi ile nominal çapalar arasında en kuvvetli ilişkiyi ortaya koyabilmek için, aşağıda 31 nolu tabloda öngörü hata teriminin varyans ayrıştırımı verilmiştir.

**Tablo 31: Enflasyon Beklentisi Varyans Ayrıştırım Sonuçları**

Dönemler	Sabit Değişken	Parasal Taban	ON	GSYH	Döviz Kuru	Enflasyon Beklentisi
1	0.010092	0.215621	1.665531	9.150479	19.97273	68.99564
2	0.011120	0.179133	7.871849	8.515935	22.36769	61.06539
3	0.011611	0.481851	13.28135	7.883597	22.19795	56.15525
4	0.011878	0.691943	16.36686	7.533698	21.74032	53.66717
5	0.012021	0.794070	17.97752	7.383320	21.45013	52.39496
6	0.012102	0.833034	18.83133	7.362638	21.27505	51.69794
7	0.012153	0.844748	19.29605	7.433250	21.15277	51.27319
8	0.012189	0.845587	19.54882	7.571046	21.05258	50.98197
9	0.012219	0.842644	19.67971	7.758315	20.96150	50.75783
10	0.012246	0.838975	19.73778	7.981585	20.87408	50.56758
11	0.012271	0.835837	19.75113	8.230705	20.78797	50.39436
12	0.012297	0.833648	19.73636	8.498114	20.70221	50.22967

**Kaynak:** Analiz Sonuçları

Bu tabloya göre enflasyon beklentisinde bir birimlik şokun % 50'sini yine enflasyon beklentisinin kendisi açıklarken, % 20'sini dolar kuru açıklamaktadır. Dolayısıyla iktisadi birimlerin enflasyon beklentisini etkileyen en önemli değişken enflasyonun kendisi çıkmıştır. İktisadi birimlerin enflasyon beklentisini etkileyen ikinci en önemli değişken döviz kurudur. Bu sonuçlar fiili enflasyon varyans ayrıştırması tablosuyla da uyumludur. Bununla birlikte gecelik faizlerde iktisadi birimlerin enflasyon beklentisinde önemli bir yer tutmaktadır.

Fiyat istikrarını sağlamak ve dolayısıyla çapaları kullanmak için iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerinin neden etkilendiğini bilinmesi gerekmektedir. Tablo 31'de iktisadi birimlerin enflasyon beklentisini etkileyen en önemli iki

değişken olarak, enflasyonun kendisi ve döviz kuru bulunmuştur. İktisadi birimlerin enflasyon beklentisinde enflasyonun kendisinin önemli bir değişken olarak karşımıza çıkması, enflasyon ataletinin bir göstergesidir. Bu açıdan bakıldığında halen TCMB'nin iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerini etkileyemediği görülmektedir. Birinci bölümdeki Svensson'un güvenilirlik denkleminde de vurgulandığı üzere geçmişe döntük endeksleme TCMB'nin güvenilirliğinin olmadığını gösterdiği söylenebilir. Dolayısıyla TCMB şu anda enflasyon hedeflemesi politikasını uygulayacak etkinliğe sahip değildir. Çünkü ikinci bölümde de ortaya konulduğu gibi enflasyon hedeflemesinin başarısı iktisadi birimler ile merkez bankasının aynı enflasyon beklentilerine sahip olmasına bağlıdır. Yapılan ekonometrik analiz sonucunda Türkiye ekonomisi için bu şartın sağlanamadığı ortaya konulmuştur.

Tablo 31'de ortaya çıkan diğer bir önemli sonuç döviz kurunun enflasyon beklentisinde etkili bir değişken olduğu yönündedir. Bu sonuç Tablo 29 ile de tutarlıdır. Türk Ekonomisinde iktisadi birimlerin enflasyon beklentisinde döviz kuru önemli bir değişkendir. Çünkü Türk ekonomisi üçüncü bölümde de gösterildiği gibi hem dışa açık bir yapısı vardır hemde dolarize olmuştur. Ortaya çıkan bu sonuç TCMB'nin hangi para politikasını izlerse izlesin döviz kuru istikrarına önem vermesi gerekliliğini ortaya çıkartır.

Ampirik sınımanın ortaya çıkardığı bu sonuç "TCMB'nin henüz açık enflasyon hedeflemesi uygulayamaz ve fiyat istikrarı için döviz kurunun istikrarı önemlidir" hipotezlerimizi doğrular niteliktedir.

Enflasyon beklentisini etkileyen diğer bir değişken gecelik faizler olarak ortaya çıkmıştır. Gecelik faizler bünyesinde enflasyon beklentisini barındırdığı için bu sonucun çıkması normaldir. Ancak teorik bölümde de ortaya konulduğu mali baskının olduğu ülkelerde faizler para otoritesi tarafından değil mali otorite tarafından belirlenmektedir. Dolayısıyla ideal bir nominal çapa özelliğini kaybetmektedir

### D- Enflasyon Riski İle Nominal Çapalar Arasındaki İlişkinin Var Analizi İle İncelenmesi

Enflasyon beklentisi için kurlar iyi bir gösterge ve çapa özelliği taşımaktadır. Enflasyon riski (varyansı) ile diğer çaplar arasında da yukarıdakine benzer bir ilişki araştırılabilir. Ancak böyle bir araştırmayı yapmak için enflasyon riskinin tanımlanması gerekmektedir. Bu tanımlamayı da enflasyon tahmin serisi ile enflasyon fiili değerleri arasındaki fark olan hata terimlerinden faydalanarak yapabiliriz. Yukarıda enflasyon beklenti serisi bu analiz için geliştirilmiştir.

**Tablo 32:** Enflasyon Riskinin Arch Ve Garch Modellerine Uygunluk Tablosu

Bağımlı Değişken : Enflasyon				
Method: ML – ARCH				
	Katsayı	Std. hata	z-istatistiği	olasılık.
C	0.000963	0.000347	2.774908	0.0055
ARCH(1)	0.988853	0.225987	4.375701	0.0000
GARCH(1)	-0.201148	0.088723	-2.267159	0.0234
R <sup>2</sup>	-2.660137	Bağımlı değişkenin ortalaması		0.041787
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	-2.704773	Bağımlı değişkenin S.D.		0.025698
Regrasyonun topma hatası	0.049462	Akaike bilgi kriteri		-3.304985
Kalıntı karelerinin toplamı	0.401225	Schwarz bilgi kriteri		-3.248974
Max olabilirlik	278.9663	Durbin-Watson istatistiği		0.287891

Enflasyon serisinde koşullu varyansın olup olmadığını anlamak için LM testi yapılmıştır. Bu test sonucu hata terimleri arasında otokorelasyon olmadığı yolundaki H<sub>0</sub> hipotezi reddedilmiş, hata terimleri arasında değişen varyansın bulunduğu kabul edilmiştir. Riski modellemek için değişken varyans gerekli olmakla beraber yeterli değildir. Çünkü değişken varyansın ARCH veya GARCH modellerinden hangisine uygun olduğunun test edilmesi gerekmektedir. Bu test Tablo 32'de görülmektedir. Tabloda görüldüğü üzere ARCH modeli yani risk hata teriminin gecikmeli değerlerine bağlı olduğu görülmektedir.

$$h_t^2 = 0.000963 + 0.988853 * u_t^2 + vt \quad (58)$$

$$p \quad (0.0055) \quad (0.0000)$$

Elde edilen bu denklem enflasyon riskini modellemek için kullanılacaktır. Bu denklem sayesinde enflasyon riski ile nominal çapalar arasındaki ilişki VAR ile modellenilebilir.

Diğer VAR tablolarında olduğu gibi Akaike ve Schwarz kriterini minimum yapan gecikme uzunluğu VAR modelinin gecikme uzunluğu olarak saptanmıştır. Değişkenler arasında karşılıklı olarak kuvvetli bir etkileşim bulunmaktadır. Değişkenler arasında ki ilişkiyi daha net ortaya koyabilmek için varyans ayrıştırım tablosunu incelemek gerekmektedir.

**Tablo 33: Enflasyon Riski Varyans Ayrıştırım Sonuçları**

Dönemler (Aylık)	Sabit Değişken	Enflasyon Riski	Döviz Kuru	Parasal Taban	ON	GSYH
1	0.001921	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.002296	70.48481	29.24343	0.019731	0.198441	0.053587
3	0.002383	65.63482	28.08777	0.201367	5.923993	0.152050
4	0.002441	62.78763	27.02936	2.004792	7.990542	0.187674
5	0.002470	61.50856	26.69236	1.972890	9.567954	0.258243
6	0.002485	61.09756	26.48952	2.067928	10.08839	0.256596
7	0.002493	60.84885	26.39036	2.057049	10.44334	0.260399
8	0.002498	60.75010	26.35495	2.068987	10.56508	0.260882
9	0.002499	60.69922	26.33970	2.067412	10.62942	0.264239
10	0.002500	60.68038	26.33297	2.068938	10.65164	0.266072
11	0.002501	60.67094	26.32964	2.068872	10.66270	0.267849
12	0.002501	60.66700	26.32817	2.069268	10.66674	0.268821

Kaynak: Analiz Sonuçları

Tablo 33'de enflasyon riskinin varyans ayrıştırım bulgularına yer verilmiştir. Tabloda, enflasyon riski bağımlı değişkenini en geç 12 ay içerisinde etkileyen, nominal çapayı incelenmektedir. Enflasyon riskini açıklayan değişken enflasyondan sonra yine döviz kuru olmuştur. Döviz kuru, ikinci aydan itibaren enflasyon riskinin

% 30'a varan bir bölümünü açıklamaktadır. İktisadi birimler döviz kurunda meydana gelecek ani bir değişmeyi en geç iki ay içerisinde % 29'luk bir oranda gelecekteki enflasyon için risk olarak algılamaktadırlar. Enflasyon riski, fiili enflasyon değeri ile iktisadi birimlerin enflasyon beklentileri arasındaki fark olarak tanımlanır ise, TCMB'nin etkili bir para politikası veya enflasyon hedeflemesi uygulayabilmesi için döviz kurundaki dalgalanmayı mümkün olduğu kadar minimize etmesi gerekmektedir. İktisadi birimlerin enflasyon riskinde, dolar kadar enflasyonun kendisi de bir risk unsuru taşımaktadır. Bu durum enflasyon beklentisinde çıkan sonuçla aynıdır. İktisadi birimlerin enflasyon riskinde enflasyonun önemli bir yer tutması TCMB'nin halen tam olarak güvenilirliği sağlayamadığı anlamına gelmektedir. Bu durum üçüncü bölümdeki çıkarsamalarımızla da tutarlıdır.

#### **VI-Granger Nedensellik Testi Sonuçları**

Bir değişken ile değişimleri öngörebilen değişkenler arasındaki ilişki bir öngörü ilişkisidir. Değişkenler arasındaki öngörü ilişkisinin bir türü "Granger nedensellik" ilişkisi olarak bilinmektedir. Bir değişkenin nedeni olan değişkenleri belirlemek için Granger nedensellik testi uygulanmaktadır. Bu çalışmada durağan olan veya durağanlaştırılan enflasyon, enflasyon riski ve enflasyon beklentisi ile döviz kuru, gecelik faizler, parasal taban, GSYİH değişkenleri arasında Granger nedensellik testi uygulanmış ve elde edilen tabloya dönüştürülmüştür. Tablo 34'de F testi değerleri ve olasılık değerleri verilmektedir. Çalışmada yedi değişken ve 132 veri bulunduğu kurumsal ( $F_{0.05}$ ) değeri % 5'e göre 2.09 olmaktadır. Bu durumda hipotezin şöyle kurulması gerekmektedir:

$H_0$ : Enflasyon, Enflasyon Riski ve Enflasyon Beklentisi ile Döviz Kuru, Gecelik Faizler, Parasal Taban, GSYİH arasında nedensellik ilişkisi yoktur.

$H_1$ : Enflasyon, Enflasyon Riski ve Enflasyon Beklentisi ile Döviz Kuru, Gecelik Faizler, Parasal Taban, GSYİH arasında nedensellik ilişkisi vardır.

Eğer  $F > F_{0.05}$  ise  $H_0$  red edilip, alternatif hipotezi kabul edilir (Koutsoyiannis, 1996: 156).

Nedensellik ilişkilerini incelerken hesaplanan F değeri tablo ( $F_{0.05}$ ) değerinden büyük olması ve aynı zamanda olasılık değerinin % 5'e göre anlamlı olması gerekmektedir. Bu açıdan tablo incelendiğinde dolar hem fiili enflasyonu hem de beklenen ve enflasyon riskini etkileyen bir büyüklük olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu sonuç daha önce yaptığımız VAR modeli ile de tutarlıdır.

Tabloda ortaya çıkan bir diğer sonuç hem fiili enflasyonun hem de beklenen enflasyonun GSYİH'yi etkileyen değişkenler olmasıdır. Eğer Türkiye'de fiyatlarda bir istikrar sağlanır ise ardından büyümenin geleceği açıktır. Nitekim birinci bölümde Bruno ve Easterley yaptıkları çalışmada enflasyonun % 40'ın üzerinde olduğu ülkelerde enflasyon ile büyüme arasında güçlü ilişki bulunduğunu saptamışlardır. Türkiye için yapılan bir çalışmada da fiyatlarda istikrar sağlanır ise istikrarlı bir büyümeye ulaşılacağı sonucuna varılmıştır (Kirmanoğlu,1999: 20).

Parasal büyüklükler ile enflasyon ve enflasyon beklentisi arasında bir ilişki olduğu Granger nedensellik testinde doğrulanmaktadır. Bu sonuç VAR modeli ile tutarlıdır. Ancak bu etkinin derecesi döviz kuru değişkenine göre azdır. Yine VAR modelinde olduğu gibi gecelik faizler enflasyon beklentilerini etkilemektedir.

Granger nedensellik testi sonuçlarına göre Döviz kuru GSYİH nedeni olarak karşımıza çıkmaktadır. Dolar gerek finans fiyatları gerekse yatırım ve ara malı fiyatlarını etkilediğinden, GSYİH üzerinde hem direk hem de dolaylı etkiye sahiptir. Dolayısıyla Dolar hem fiyatı hemde miktarı etkileyen önemli bir değişken haline gelmektedir. Dolayısıyla teorik olarak ortaya koyduğumuz Türkiye Ekonomisi için Doların stratejik bir öneme sahip değişken olduğu ampirik olarak da ortaya çıkmaktadır.

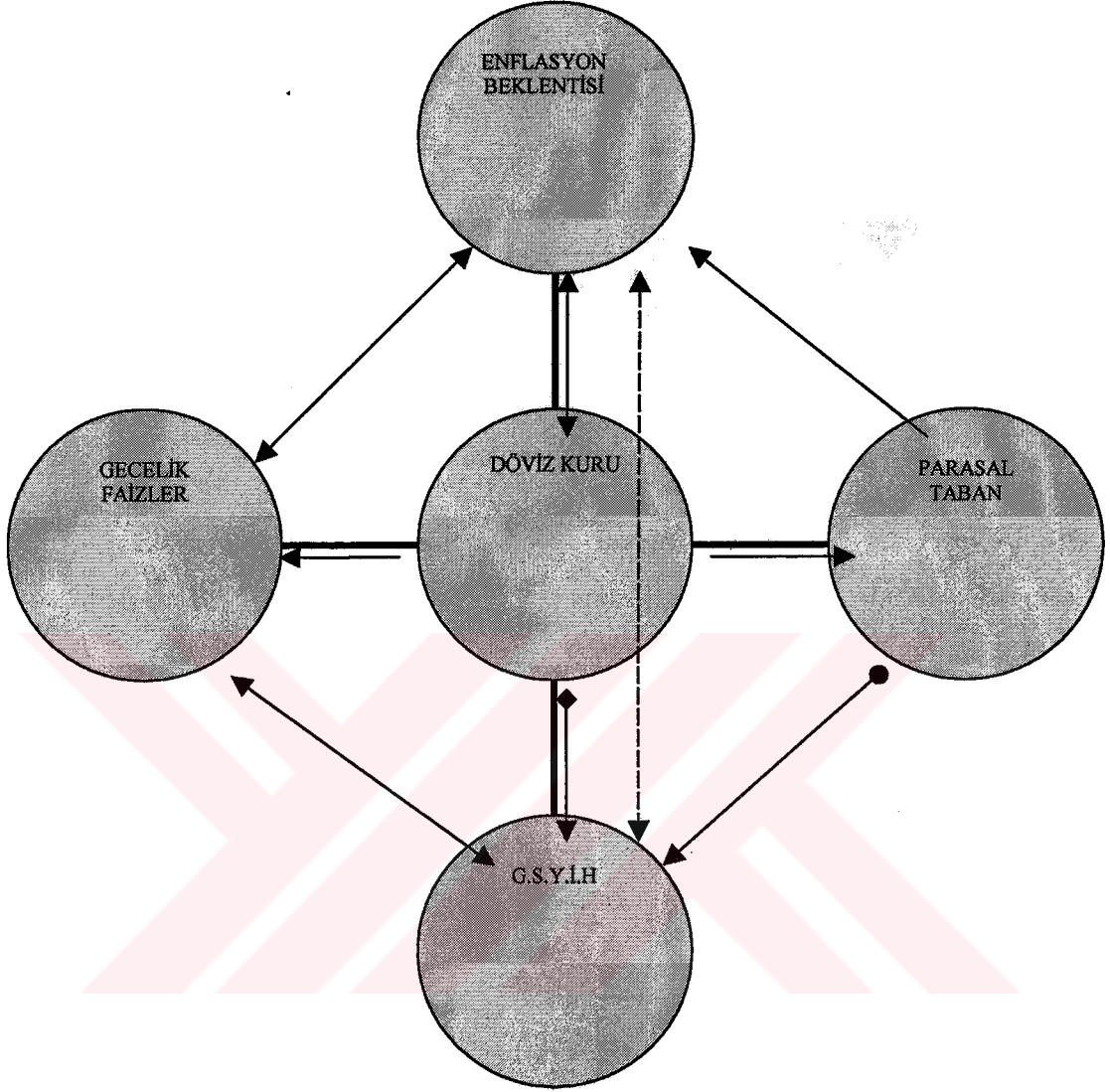


**Tablo 34: Granger Nedensellik Testleri Sonuçları**

<b>H<sub>0</sub> Hipotezi</b>	<b>F-statistiği</b>	<b>Olasılık</b>
PTABAN ENF nedeni değildir	5.74	0.00
ENF PTABAN nedeni değildir	2.03	0.13
ON ENF nedeni değildir	6.00	0.00
ENF ON nedeni değildir	1.30	0.27
GSYH ENF nedeni değildir	3.70	0.03
ENF GSYH nedeni değildir	8.00	0.00
Döviz Kuru ENF nedeni değildir	27.14	0.00
ENF Döviz Kuru nedeni değildir	3.22	0.04
GSYH PTABAN nedeni değildir	1.10	0.32
PTABAN GSYH nedeni değildir	4.20	0.02
Döviz Kuru PTABAN nedeni değildir	0.10	0.90
PTABAN Döviz Kuru nedeni değildir	7.52	0.00
ENFB PTABAN nedeni değildir	0.36	0.69
PTABAN ENFB nedeni değildir	9.63	0.00
Döviz Kuru ON nedeni değildir	2.30	0.10
ON Döviz Kuru nedeni değildir	7.20	0.00
ENFB ON nedeni değildir	2.80	0.06
ON ENFB nedeni değildir	11.55	0.00
Döviz Kuru GSYH nedeni değildir	4.11	0.02
GSYH Döviz Kuru nedeni değildir	0.04	0.96
ENFB GSYH nedeni değildir	14.00	0.00
GSYH ENFB nedeni değildir	0.16	0.85
ENFB Döviz Kuru nedeni değildir	1.60	0.20
Döviz Kuru ENFB nedeni değildir	8.80	0.00
ENFR Döviz Kuru nedeni değildir	1.30	0.26
Döviz Kuru ENFR nedeni değildir	50.28	0.00

Parasal otoritenin amacının iktisadi birimlerin beklentilerini etkilemek olduğu daha önceki bölümlerde ortaya konulmuştur. İktisadi birimlerin enflasyon beklentisi etkilenirse fiyatlarda istikrar sağlanacağına birinci bölümde detaylıca değinilmiştir. Yapılan test sonucu iktisadi birimleri etkileyen en önemli değişken döviz kuru olarak ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla fiyatlarda istikrar sağlamanın yolu döviz kurunda istikrar sağlamaktır.

VAR analizi sonucu ortaya çıkan bu sonuç Granger nedensellik testi ile de doğrulanmaktadır. Grafik 25, Granger nedensellik testini sonuçlarını yansıtmaktadır. Bu grafik ile ilgili şu çıkarsamalar yapılabilir. Nedensellik testlerinde elde edilen sonuçlar bütün değişkenler arasında karşılıklı bir etkileşim olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla kamunun elinde enflasyonla mücadele de ideal özelliklerin tamamını taşıyan çapa bulunmamaktadır. Parasal Taban, GSYİH, Gecelik Faizler, Dolar gibi değişkenler arasındaki kapalı bir halka oluşmaktadır ki, bu Türkiye'deki enflasyon sürecinin yapısal olduğu anlamına gelmektedir. Bu kısır döngünün kırılması için yapısal tedbirlerin alınması gerektiği rahatlıkla söylenebilir. Türkiye'nin ekonomik yapısı, veri olduğu sürece şok tedbirlerle ile bu yapının kırılması gerekmektedir ki, bu durum, ekonomik otoritelerden ziyade siyasal otoritelerin tercihlerine bağlıdır. Nitekim 2000 yılında uygulanan ve krizle biten ekonomik istikrar paketinin önemli bir kısmını ekonomiyle ilgili yapısal tedbirler oluşturmaktadır.



**Grafik 25: Enflasyon Beklentisi ve Nedensellik İlişkileri**

Her ne kadar bütün değişkenler arasında karşılıklı etkileşim bulunsa da grafikten de görüldüğü gibi döviz kuru sistemin ortasındadır. Yani bütün ekonomik değişkenleri doğrudan etkilemektedir. Ortaya çıkan bu sonuç VAR analizi sonucuyla da uyumludur. TCMB'nin döviz kurunu dikkate almadan yapacağı para politikası başarısızlıkla sonuçlanacaktır. Nitekim üçüncü bölümde de belirtildiği gibi

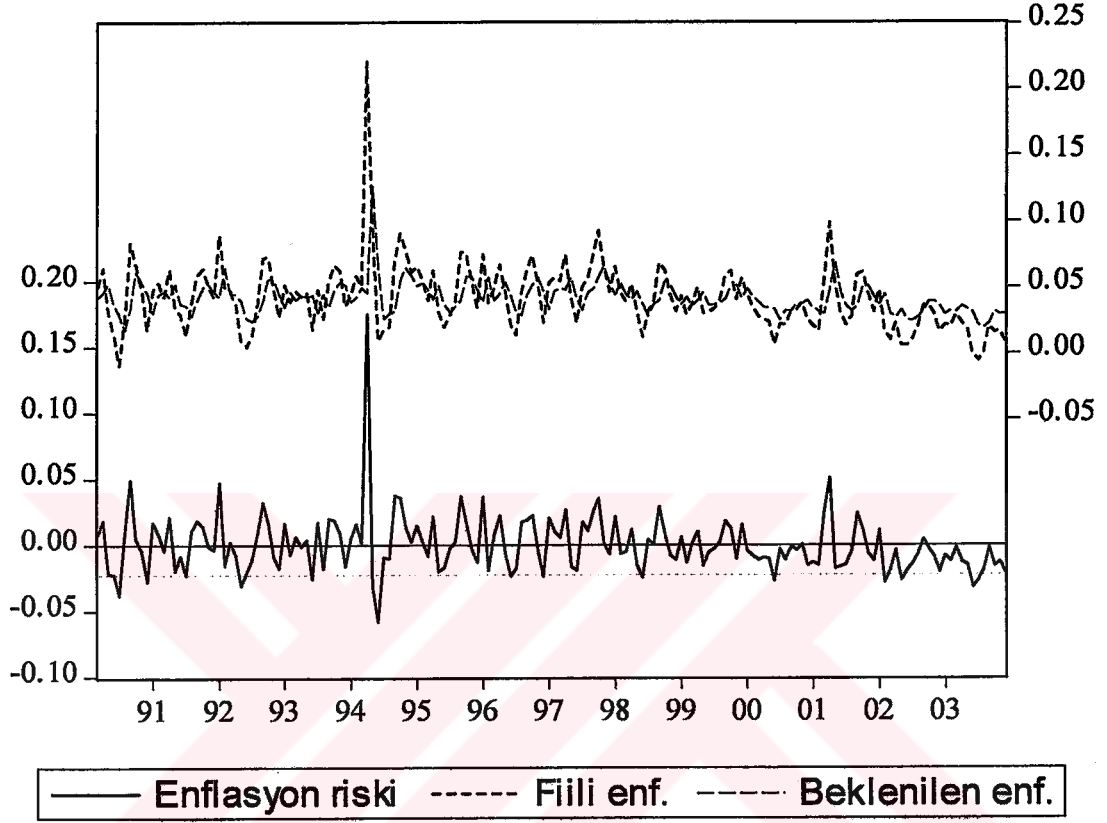
TCMB 2004 yılında her ne kadar dalgalı döviz kuru politikası izlediğini iddia etse de, döviz kuruna müdahalede bulunmaktadır. Yani yönetimli dalgalı politika izlemektedir. Bunun sebebi de gerek VAR testinin gerekse Granger nedensellik testinin ortaya çıkardığı sonuç olan döviz kurunun sistemin merkezinde yer almasıdır.

Enflasyon üzerinde döviz kurunun bu kadar büyük bir etkiye sahip olmasının nedeni Türkiye Ekonomisinin yapısal özelliklerinden kaynaklanmaktadır. Dışa açılma oranının (Dış Ticaret /GSMH) % 40-50' lerde olması (Yanardağ, 2003:78)<sup>41</sup>, uzun süren enflasyon döneminde halkın alım satım ve değer biriktirmede dolar kullanması, iç fiyatlarla dolar arasında güçlü bir korelasyon yaratmıştır. Dolayısıyla yapılan varyans ayrıştırma sonuçlarına göre Dolar kuru gerek enflasyon beklentisi gerekse enflasyon riski için önemli bir değişken olmaktadır. TCMB tarafından enflasyonu etkileyen makro büyüklükler arasında yapılan varyans ayrıştırma sonuçları da yukarıdaki tablo ile uyumlu bulunmaktadır. Merkez bankası test sonuçlarına göre Dolar değerinde ortaya çıkan bir değişme, enflasyonu iki veya üç aylık bir gecikme ile etkilemektedir. Bütün testlerden çıkan sonuç Dolar kuru'nun enflasyonla mücadelede etkili bir çapa olduğudur. Nitekim 2000 yılında uygulanan istikrar programında Dolar çapasının uygulaması, fiyatlar üzerinde çok kısa sürede etkisini göstermiş, Şubat 2001 krizi patlamadan önce enflasyon % 20'lere kadar gerilemiştir.

Bu araştırmada elde edilen sonuçlara göre Türkiye Ekonomisi için fiyat istikrarını sağlama çabalarında enflasyon ve döviz kuru iki önemli büyüklük olmaktadır. Bu iki değişken ideal nominal çapaların bir unsuru olan nihai hedefi en çok etkileyen büyüklüklerdir. Ancak ideal çapaların diğer bir unsuru nominal çapa olarak kullanılacak büyüklüğün kontrolünün merkez bankasında ve istikrarlı bir yapıda olması gerekliydi. Grafik 26'da görüldüğü gibi fiili enflasyon ile beklenen enflasyon arasındaki sapmalar istikrarsızdır. Dolayısıyla enflasyonu hedefleyebilmek için ideal çapa özelliklerinden birisi olan çapada istikrar, Türkiye'de gerçekleşen

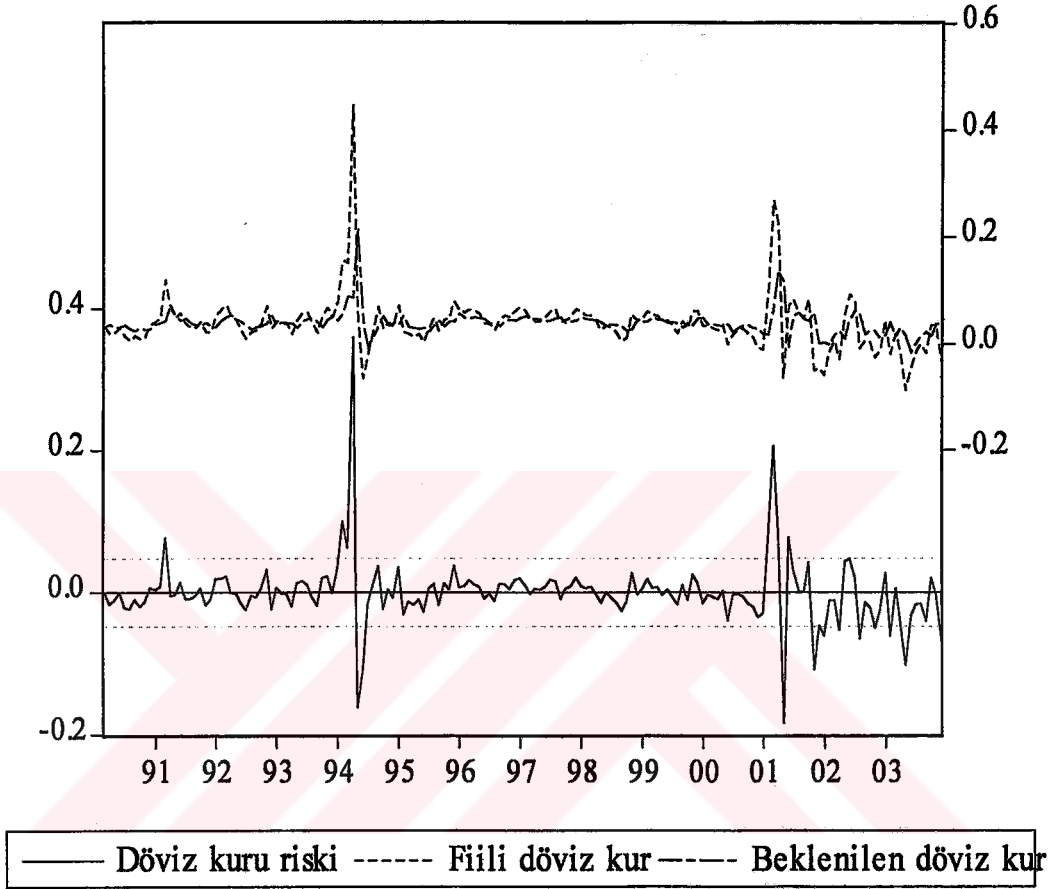
<sup>41</sup> ABD'de bu oran sadece % 8'dir.bknz: Dornbusck &.Fischer, (1998)

enflasyon sürecinde bulunmamaktadır. Bu da merkez bankasının inandırıcılığını önemli ölçüde azaltmaktadır.



**Grafik 26.** Türkiye’de 1990-2001 Yılları Arasında Enflasyonda Beklenen ve Gerçekleşen Yıllık Artışlar ile Risk Düzeyindeki Gelişmeler (%)

Çapaların en temel işlevlerinden biri güvenilirliği sağlamak olduğu kabul edilir ise, hedef alınan çapalarda ortaya çıkacak sapmalar güvenilirliği azaltan bir unsur olarak karşımıza çıkacaktır. Grafik 27’e bakıldığında fiili Dolar değeriyle beklenen Dolar değerinin arasındaki farkın enflasyon değişkenine göre daha az olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu durum ideal nominal çapaların istikrarlı ve para otoritesinin kontrolünde olması açısından döviz kurunu ideal bir nominal çapa haline getirmektedir.



**Grafik 27.** Türkiye’de 1990-2001 Yılları Arasında Döviz Kurunda Beklenen ve Gerçekleşen Yıllık Artışlar ve Risk Düzeyindeki Gelişmeler (%)

### VII-Etki-Tepki Analizi

Ekonomide bir değişkenin diğer bir değişkeni etkilemesi belli bir süre almaktadır. Bu değişken herhangi bir malın fiyatı olabileceği gibi bir politika da olabilir. Bir politika uygulamasına başlattıktan sonra ekonomi üzerine etkisi zamana yayılır. Ekonomik etkinin zamana yayılmasının nedeni bir ekonomik değişkeninin



diğer ekonomik değişkenlere bağlı olmasıdır. Örneğin para miktarı arttırıldığında toplam talep ve çıktı hemen artmayacaktır. Önce faizler değişecek bu değişmeye bağlı olarak yatırımcıların ve tüketicilerin zamanlararası tüketim planlarındaki değişmeye göre talep etkilenecektir. Talepteki değişmeye bağlı olarak çıktının nasıl tepki göstereceği işgücü piyasasından enerji girdisine ve ürününün niteliğine kadar uzanan bir çok faktörün neticesi olduğu ve yatırımın ve nihai ürünün tamamlanması için geçen süre sektörden sektöre farklı olduğu da dikkate alınır, para miktarının değişmesi talep ve çıktı üzerine etkisi uzun bir sürede ortaya çıkacak ve her değişkenin etkilerinin ortaya çıkma süresi de değişkenlerin her biri için farklı olacaktır (Dornbusch ve Fisher, 1998: 457-8). Dolayısıyla ideal nominal çapanın diğer bir özelliği nihai hedefi en az gecikme ile etkilemesidir. Nominal çapaları bu açıdan inceleyebilmek için etki-tepki analizine başvurulmuştur.

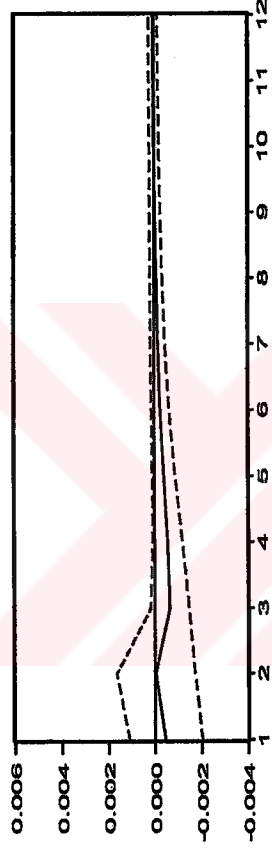
Grafik 28’de çalışmada sunulan değişkenler arasındaki etki - tepki grafikleri verilmiştir. Grafiklerde etki tepki fonksiyonu, 12 dönem dikkate alınarak çizilmiştir. Kesikli çizgiler güven aralığını vermektedir. Grafikler incelendiğinde şu sonuçlara ulaşılmıştır. Dolar serisinde bir birimlik şok değişme olduğunda enflasyon beklentisi ilk 4 ay içerisinde pozitif yönde tepki göstermektedir<sup>42</sup>. Bu etki 5. aydan itibaren azalmaktadır.

Grafik 28’de ortaya çıkan diğer bir sonuç gecelik faizlerde bir birimlik şok artışın teoride de öngörüldüğü gibi enflasyon beklentisinde olumlu bir etki yapmasıdır. Nitekim bu sonuç Granger nedensellik testi ile de uyumludur. Ancak bu etkinin derecesi döviz kurunda meydana gelen etkinin derecesine göre azdır Aynı zamanda bu etkinin derecesi 2. ayda maksimuma ulaşmaktadır. Bu sonuca göre en az gecikmeye sahip büyüklük döviz kuru olduğundan, fiyat istikrarı için en ideal nominal çapa döviz kuru olarak karşımıza çıkmaktadır.

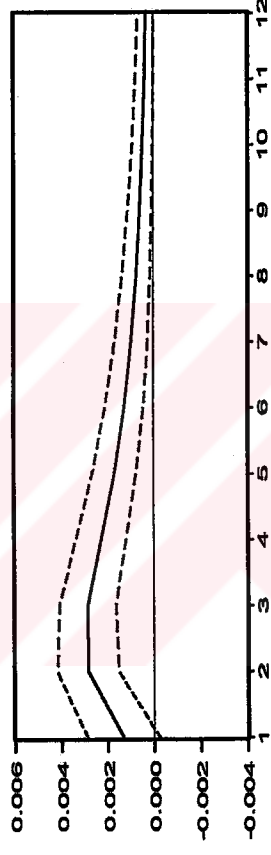
<sup>42</sup> Temurlenk’in yaptığı çalışmada fiyat değişmelerinin en çok döviz kuru şokundan kaynaklandığını bulmuştur. Bkz Sinan Temurlenk, (1998)

**Grafik 28: Nominal Değişkenlerdeki Bir Birimlik Şokun Enflasyon Beklentisi Üzerindeki Etkisi**

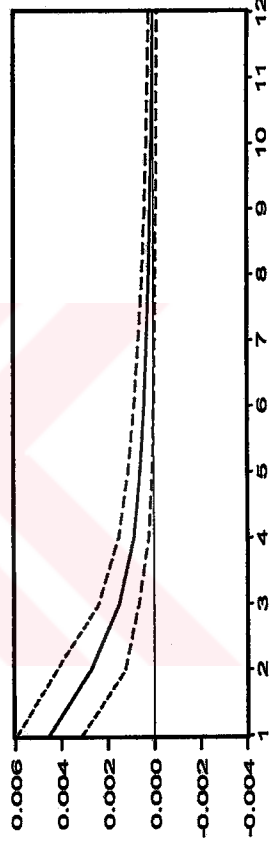
**P. Tabandaki Bir Birimlik Şokun Enflasyon Beklentisi Üzerindeki Etkisi**



**G. Faizlerdeki Bir Birimlik Şokun Enflasyon Beklentisi Üzerindeki Etkisi**



**Dolardaki Bir Birimlik Şokun Enflasyon Beklentisi Üzerindeki Etkisi**



## VIII-GENEL DEĞERLENDİRME

Yapılan araştırmaya göre, Türkiye açısından fiyat istikrarını sağlamak için ideal çapa döviz kuru olarak belirlenmiştir. Çünkü döviz kuru çapası teorik bölümde de bahsedildiği gibi ideal çapanın taşınması gereken bütün özellikleri bünyesinde barındırmaktadır. Döviz kuru nihai değişken olan enflasyon ile güçlü bir ilişkiye sahiptir. Gerek VAR analizlerinde, gerekse nominal çapalarda meydana gelen bir birimlik şoklara karşı enflasyon beklentisinin verdiği tepkiye bakarak bu çıkarsama rahatlıkla ortaya konulabilmektedir.

İdeal nominal çapanın diğer bir özelliği olan, istikrarlı bir büyüklük olması döviz kurunda bulunmaktadır. Nitekim grafik 26 ve grafik 27'e bakıldığında döviz kurunun enflasyona karşı daha istikrarlı bir büyüklük olduğu görülmektedir. TCMB'nin döviz kuru beklentisi ile gerçekleşen döviz kuru sapması, enflasyon beklentisi ile gerçekleşen enflasyon sapmasına göre çok daha azdır.

İkinci bölümde ortaya konulduğu gibi ideal çapanın diğer bir özelliğine, göre nihai hedef ile nominal çapa arasında gecikmenin en az olması gerekmektedir. Grafik 28'e bakıldığında en az gecikmeye sahip değişken olarak döviz kuru ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla döviz kuru Türkiye Ekonomisi için ideal bir nominal çapa olarak karşımıza çıkmaktadır. Yani TCMB hangi politikayı izlerse izlesin döviz kurunu dikkate almak zorundadır.

Türkiye'de 20 yıldan beri süre gelen yüksek enflasyon, üretici ve tüketicilerin fiyatları belirleme yöntemi olarak geçmiş dönem enflasyonunu ve Dolar kurunda meydana gelen değişimleri dikkate almaya zorlamıştır. Bu da enflasyon ve Dolar kurunda atalet ortaya çıkarmıştır. Bu noktada TCMB'nin izleyeceği enflasyonla mücadele programında, ortaya çıkacak toplumsal maliyetin büyüklüğü bu ataletin kırılmasına bağlıdır. Önümüzdeki yıllarda enflasyon çapasını kullanmak isteyen merkez bankası enflasyon hedefine ulaşabilmek için toplumun enflasyon beklentilerini yakından takip etmeli ve döviz kurunda istikrarı sağlamalıdır. Ancak bu şekilde TCMB enflasyon hedeflemesinde başarılı olur ve fiyat istikrarı sağlanabilir. Sonuç olarak, TCMB döviz kurunu gözetmeden fiyat istikrarını sağlamada başarılı olamaz.

## Sonuç

Bir ekonominin istikrarı makro ekonomik fiyatların seyrine bağlıdır. Makro ekonomik fiyatların seyri ise iktisadi birimlerin fiyat beklentilerine bağlıdır. Dolayısıyla ekonomik istikrarı sağlamanın yolu iktisadi birimlerin beklentilerini etkilemekten geçmektedir.

Geleneksel makro ekonomik politikalar, ekonomi otoritesinin davranışlarını dışsal varsaymaktaydı. Ekonomi otoritesi politikayı belirlediği, iktisadi birimlerin de bu politikaya uydukları düşüncesi makro ekonomik politikalara hakimdi. Böyle bir ekonomik durumun var olduğunu kabul ettiğimizde ekonomik problemlerin ortaya çıkmaması gerekmektedir.

Ancak ekonomi teorisindeki gelişmeler ile birlikte, iktisadi birimlerin beklentilerinin makro ekonomik fiyatların seyrinin temel belirleyicisi olduğu kabul edilmiştir. İktisadi birimler de ekonomik otoriteleri gibi amaç ve tercihleri olan ve faydasını maksimize etmeye çalışan rasyonel birimler haline gelmiştir. Ekonomi politikasının sonucu, sadece ekonomi otoritesi tarafından değil aynı zamanda iktisadi birimlerin beklentilerine bağlı olarak belirlenir. Bu durum, ekonomi politikalarını içselleştirmiştir. Dolayısıyla ekonomik istikrarsızlığın temel nedeni ekonomik otoritenin ve iktisadi birimlerin aldıkları kararların farklılığına dayanmaktadır. O halde ekonomik istikrarı sağlamanın yolu iktisadi birimler ile ekonomi otoritesinin aldığı kararların örtüşmesini sağlamaktır.

Bir ülkedeki ekonomik istikrarsızlığın en temel nedeni fiyatlarda görülen yüksek derecedeki oynaklıklardır. Fiyatlarda görülen bu istikrarsızlık risk ve belirsizliği arttırmakta, bu durumda karar alma ve yatırım süreçlerinde bozulma nihai hedef olan toplumsal refahı ve gelir dağılımını olumsuz etkilenmesine neden olmaktadır.

Çağdaş para politikasında, fiyatlarda istikrar sağlama görevi genelde para otoritelerine, özeldede merkez bankalarına verilmiştir. Merkez bankaları, iktisadi birimlerin beklentilerini etkilemek için belirli bir kurala bağlı para politikaları

uygulamaktadırlar. Belirli bir kurala bağılı izlenen para politikası nominal çapalara dayanmaktadır.

Günümüzde para politikaları nominal çapalar etrafında şekillenmektedir. Böylece merkez bankaları iktisadi birimlerin beklentilerini etkileyip fiyatlarda istikrar sağlamayı amaçlamaktadırlar. Nominal çapalar parasal büyüklüklerden enflasyonun kendisine kadar uzanan bir genişliktedir. Her ülke kendi ekonomik şartları gereğince çeşitli makro ekonomik büyüklükleri nominal çapa olarak kullanmaktadır.

TCMB'de parasal büyüklüklerden başlayıp zımnı enflasyon hedeflemesine kadar uzanan büyüklükleri nominal çapa olarak uygulamış ve uygulamaya devam etmektedir. TCMB 1999 yılına kadar piyasanın işlerliliğini sağlayan politikalar ortaya koyarken, 1999 yılından sonra en ciddi anti-enflasyonist politikayı ortaya koymuştur. Bu politikada, ülke gerçekleri dikkate alınarak, döviz kuru nominal çapa olarak kullanılmıştır. Ancak program ömrünü tamamlamadan kriz ile sonuçlanmıştır. Ortaya çıkan bu krizin sebebi de nominal çapa olarak kullanılan döviz kuru gösterilmiş ve TCMB bu açıdan çok suçlanmıştır.

Ancak nominal çapaların başarılı olması için gerekli şartları oluşturmadan nominal çapa uygulamasına gitmek ve ortaya çıkan krizin sebebini nominal çapanın kendisine yüklemek, çapaları yanlış değerlendirmek anlamına gelmektedir. Dolayısıyla *Türkiye Ekonomisi için fiyat istikrarını sağlayacak en ideal nominal çapayı, ideal çapaların taşınması gereken unsurları dikkate alarak araştırmak bu tezin temel amacı olmuştur.* Bu doğrultuda temel problemimiz, para politikasının fiyat istikrarını sağlamada nasıl yönlendirildiğini bulmaktır.

Bu genel amaç doğrultusunda işlenen konular arasında fiyat istikrarının önemi, fiyat istikrarını sağlamada para politikası uygulamaları ve 1990 ile 2004 yılları arasında TCMB'nin fiyat istikrarını sağlamada para politikası uygulamalarına yer verilmiştir.

Fiyat istikrarı için en ideal para politikası uygulamasını yani nominal çapayı araştıran bu çalışma, para politikasının kısıtlarını detaylı bir biçimde analiz

etmemektedir. Yani ekonomide mali baskının olmadığı varsayılmaktadır. Bununla birlikte ekonomide mali baskının fiyat istikrarı üzerindeki olası sonuçları kısaca değinilmiştir.

Bu çalışmada ortaya konulan temel mantık, merkez bankalarının tek başına enflasyonu düşüremeyeceği, ancak fiyat istikrarını sağlayacağı yönündedir. Çünkü enflasyon kısa vadede parasal olmasına karşın, uzun vadede kurumsal bir yapı arz eder. Enflasyonu düşürmek sadece merkez bankasının çabasını değil, aynı zamanda toplumun bütün kesimlerinin çabasını gerektirir. Bu da uzun dönemde ortaya çıkacak bir durumdur. Merkez bankaları ancak fiyatlarda istikrar sağlayabilirler. Dolayısıyla fiyatlarda istikrar para politikası süreci ile sağlanabilmektedir. Fiyat istikrarı ile, ekonomik aktörlerin karar verme süreçlerinde enflasyon riskinin ihmal edilebilir bir düzeye indirilmesi kastedilir. Bu çalışmada da fiyat istikrarı ile, fiyatlarda görülen dalgalanmanın minimize edilmesi ifade edilmektedir.

İktisadi birimlerin karar alma sürecine katılmaları, makro ekonomik fiyatların iktisadi birimler ile para otoritesi arasında karşılıklı stratejiye dayanarak oluşmasına, yani politikaların içselleşmesine neden olmuştur. Para politikalarının içsel bir süreç haline gelmesi ile fiyat istikrarının yolu, iktisadi birimlerin ve para otoritesinin enflasyon beklentilerinin örtüşmesinden geçmektedir. Bu anlamda fiyatlarda görülen istikrarsızlık para otoritesi ile iktisadi birimlerin kendi refahlarını maksimize etmek için aldıkları kararların farklılığına dayanmaktadır. O halde fiyat istikrarını sağlamanın yolu iktisadi birimler ile para otoritesinin aldıkları ekonomik kararların örtüşmesini sağlamaktır. Bunun için ise para otoritesinin ortaya koyduğu enflasyon oranı ile iktisadi birimlerin enflasyon beklentisinin eşitlenmesi gerekmektedir. Bunun yolu ise iktisadi birimlerin para otoritesine güvenmelerinin sağlanmasıdır. Güvenilirlik ise, para otoritesinin bağımsızlığına, para otoritesinin anlaşılır sinyaller göndermesine ve sistematik davranışlar içermesine bağlıdır.

Güvenilirliğin birinci şartı, para otoritesinin aldığı kararlarda siyasi otoritenin baskı altında olup olmamasıdır. Bağımsız bir para otoritesinin enflasyon nefreti, bağımsız olmayan para otoritesine göre daha fazladır. Bağımsız bir para otoritesi büyüme ve işsizlik gibi diğer makro ekonomik problemleri dikkate almadan anti



enflasyonist politikalar izleyebilir. Bu durum iktisadi birimlerin para otoritesine olan güvenini artıran bir unsurdur. Para otoritesinin enflasyon nefret katsayısı arttıkça enflasyon beklentisi küçülecek, para otoritesine olan güven artacaktır. Güvenin oluşmadığı ortamda iktisadi birimler fiyat beklentilerinde geçmiş dönemin enflasyonunu dikkate alırlar. Bu durumda haliyle fiyatlarda istikrarsızlık ortaya çıkar.

Güvenilirliği etkileyen diğer bir unsur para otoritesinin izlediği politikalarıdır. Para otoritesi temelde iki tür politika izleme şansına sahiptir.<sup>43</sup> Bunlar ihtiyari politika ile kural politikasıdır. İktisadi birimler para otoritesine, önceden açıkladığı politikalara dönem sonunda uyduğu; yani kural politikası izlediği takdirde güveneceklerdir. Çalışmada para politikası türleri kayıp fonksiyonu ve enflasyon oranı açısından kıyaslanmaktadır. Kural politikası hem en düşük kayıp fonksiyonu değerini, hem de en düşük enflasyon oranını verdiği belirlenmiştir.

Dolayısıyla para otoritesinin güvenilirliği sağlamanın ve fiyat istikrarını gerçekleştirmesinin yolu, para politikasını kurallar ve disiplin altına almakla gerçekleşir. Çağdaş para politikasında bunun yolu da para politikasını nominal çapalara dayandırmaktan geçer.

Nominal çapalar, para otoritesinin sürpriz enflasyon yaratma olasılığını ortadan kaldırarak, deklere ettiği programa bağlı kalmasını sağlar. Nominal çapalar para otoritesini belirli bir kuralı takip etmeye zorlar. Yani iktisadi birimler para otoritesinin önceden ilan ettiği hedefe yönelik politikalar izleyip izlemediğinin bir göstergesi olmaktadır.

Nominal çapalar, para otoritesinin iktisadi birimler ile iletişim görevini üstelenerek izlenen politikanın duyurulma sürecini ifade eder. Böylece iktisadi birimler para otoritesinin niyetlerini ve önceliklerini anlayabilirler. Eğer nominal çapa uygulaması başarılı ise iktisadi birimlerin beklentilerini etkileyerek fiyat istikrarını sağlayabilir.

<sup>43</sup> Teorik olarak para otoritesinin üç tür politika uygulama olanağı bulunmaktadır. Uygulayacağı politikalarından biri olan kandırma politikasını ancak kısa dönemde bir politikada uygulama şansına sahiptir. Uzun dönemde kandırma politikası para otoritesi tarafından maliyetli bir sürece dönüşecektir. Dolayısıyla kandırma politikası uzun dönemde dikkate alınmamaktadır.

Nominal apaların başarılı olabilmesi, seçilen nominal apaların ideal nominal apaların unsurlarını bünyesinde taşıyıp taşımadığına ve çevresel şartlara bağlıdır.

İdeal nominal apaların temelde üç unsuru bulunmaktadır. İlk olarak nominal çapa ile nihai hedef arasında yüksek bir ilişkinin olması gerekmektedir. İkinci olarak seçilen nominal çapanın istikrarlı bir büyüklük olması gerekmektedir. Hedef alınan büyüklük durağan değilse, seçilen nominal çapada beklenilmeyen sapmalar meydana geliyor ise, para otoritesinin hedefi uygun bir marj ile tutturması olanaksız hale gelecektir. İdeal nominal çapanın üçüncü özelliği nihai hedefi en az gecikme ile etkilemesi gerekliliğidir. Böylece para otoritesi politika sonuçlarını daha iyi izleyebilir. Bu özelliklere operasyonel gereklilik denilmektedir. Kullanılan nominal apaların etkili olabilmesi için bu özellikleri taşıması gerekmektedir.

Seçilen nominal çapanın başarısı sadece ideal nominal apaların özelliklerini taşıyıp taşımadığına bağlı değildir. Seçilen nominal çapanın fiyat istikrarını sağlayabilmesi aynı zamanda ekonomik yapıya da bağlıdır. Önemli miktarda dış borcu olan, mali yapısı istikrarsız ve ekonomisi Non-Ricardian bir yapıya sahip bir ülkede seçilen nominal çapa ideal nominal çapanın bütün özelliklerini taşısa da, fiyat istikrarını sağlaması imkansızdır.

1990'larla başlayan dışa açılma süreci gerek Dünyada gerekse Türkiye'de para politikasının yapısını da değiştirmiştir. Para politikasının kontrolü doğrudan yöntemlerden dolayı yöntemlere kaydırılmıştır. Dolaylı yöntemlerden beraber, TCMB gerek fiyat istikrarını, gerekse ekonomik istikrarı sağlamak için parasal büyüklüklerden başlayıp enflasyonu kendisine kadar uzanan değişik büyüklükleri nominal çapa olarak kullanmıştır.

1990-1997 yılları arasında fiyat istikrarından ziyade ekonomik istikrara önem veren TCMB, bu dönem içerisinde ara hedefleri örtük olarak kullanmıştır. Dolayısıyla bu dönemde ihtiyari para politikalarının uygulandığını söyleyebiliriz. 1998 yılından itibaren ise TCMB etkin olarak fiyat istikrarını sağlamaya çalışmıştır. TCMB bu yıllarda para politikası uygulamalarını dönem başında iktisadi birimlere deklere etmiştir. Dolayısıyla 1998 yılından sonraki süreci taahhüt politikası olarak

adlandırabiliriz. Bu iki dönem enflasyon açısından kıyaslandığında, taahhüt politikasının fiyat istikrarını sağlamada daha etkin olduğu ortaya çıkmaktadır. Taahhüt politikasının izlendiği dönemler de enflasyonun düşüş trendine girdiği görülmektedir. Ortaya çıkan bu sonuç teorik çıkarsama olan bağımsızlık şartı altında “kural politikası iktisadi birimlerin beklentilerini etkileyerek fiyat istikrarını sağlar” hipotezini doğrulamaktadır. Ancak Çolak v.d., yaptıkları çalışmada belirsizliğin arttığı dönemlerde kural politikasının olumsuz sonuçlar doğuracağını ortaya koymuşlardır. Buna karşılık Lohman belirsizliğin arttığı durumda ihtiyari politikaların izlenilmesi gerektiğini, belirsizliklerin ortadan kalktığı an tekrar kural politikası izlenilmesi gerektiğini ortaya koymuştur.

Genel anlamda kural politikasının fiyat istikrarını sağladığı hipotezi doğrulandığına göre, para politikasının nominal çapalara dayanması gerektiği de doğrulanmaktadır. Bu çalışmada ise, Türkiye için fiyat istikrarını sağlayacak uygun nominal çapayı, ideal nominal çapaların taşınması gereken özellikleri de dikkate alarak ortaya koymak amaçlanmıştır.

TCMB 1990 yılında bilanço büyüklüğünü hedeflemesiyle başlayan nominal çapalara dayalı para politikası süreci günümüzde zımni enflasyon hedeflemesiyle devam etmektedir. Nominal çapalara dayalı para politikası 1990-2004 yıllarında TCMB'nin temel karakteristiği olmuştur. TCMB parasal büyüklükleri, döviz kurunu ve enflasyon hedeflemesini fiyat istikrarını sağlamak için nominal çapa olarak kullanmıştır.

Teorik bölümde ortaya konulan GSYİH hedeflemesi ise TCMB tarafından hiçbir zaman nominal çapa olarak kullanılmamıştır. Çünkü parasal otoritenin hem miktarı hem de fiyatları aynı zamanda kontrol etme şansı yoktur. Aynı zamanda GSYİH kolay kontrol edilemeyen bir büyüklük olduğundan ideal nominal çapanın taşınması gereken özellikleri bünyesinde bulundurmamaktadır.

Teorik bölümde ortaya konulan diğer bir çapa olan faizler ise, TCMB tarafından son iki yıldır gelecekteki enflasyonun bugünkü yansıması olarak kullanılmaktadır. Ancak TCMB'nin kullandığı gecelik faizler mevduat ve iç borçlanma faizlerini yeterince etkileyememektedir. Bu durum faizlerin etkinliğini

kısıtlamakta ve fiyat istikrarını sağlayacak uygun bir nominal araç olmaktan çıkarmaktadır. Ortaya koyduğumuz bu düşüncüyü çalışmanın dördüncü bölümünde sunulan ampirik sınama da desteklemektedir. VAR modeline dayanarak enflasyon değişkeninin öngörü hata varyans ayrıştırması yapılmıştır. TCMB'nin kullandığı gecelik faizlerin 12 aylık bir dönem içerisinde enflasyonun fiili değerini etkilemediği görülmektedir. Dolayısıyla faizler de fiyat istikrarını sağlayacak ideal nominal çapaların özelliklerini taşımadığı söylenebilir. Üstelik TCMB'nin gecelik faizleri değil kamu'nun iç borçlanma faizleri piyasada baskın hale gelmiştir. Bu nedenle TCMB fiyat istikrarını sağlamak için üç nominal değişkeni nominal çapa olarak kullanmıştır.

TCMB nominal çapa olarak bu üç büyüklük içerisinde en çok parasal büyüklükleri kullanılmıştır. Nominal çapalar zaman zaman performans kriteri olurken, zaman zaman da gösterge şeklinde kullanılmıştır. Dolayısıyla parasal büyüklükler TCMB'nin 1990-2004 arasındaki yıllarda fiyatlarda ve ekonomide istikrar sağlama çabasında baş stratejisi olmuştur.

Genel olarak bakıldığında TCMB hedeflediği parasal büyüklükleri dış kaynağa dayandırmaya çalışmıştır. Dış kaynağa dayanarak yaratılan para arzının enflasyon üzerindeki etkisi, kamu açıklarına dayanarak yaratılan para arzının enflasyon üzerindeki etkisinden daha küçüktür. TCMB'nin para arzını dış varlığa dayandırmasıyla, parasal büyüklüğü hedeflenen enflasyonun paralelinde götürmeye çalışarak likidite talebinin üzerinde parasal genişlemeden kaçınmaya çalışmıştır. Kısaca para artışını enflasyona göre kontrol etmeye çalışırken, para artışının kaynağını da dış varlıklara dayandırmıştır.

1990 yılında bilanço büyüklüğünün hedeflenmesiyle başlayan süreç günümüzde parasal tabanın hedeflenmesine kadar küçülmüştür. Sermaye hareketleri ile beraber para arzının içselleşmesi, para talebinin istikrarsızlaşmasına ve parasal büyüklüklerin hem kontrolünün zorlaşmasına hem de enflasyon ile bağının azalmasına yol açmıştır. Bu nedenle TCMB hedeflediği parasal büyüklükleri küçülterek, güvenilirliğini korumaya çalışmıştır. Bununla birlikte hedeflediği

parasal büyüklükler küçüldükçe, enflasyon ile parasal büyüklükler arasındaki bağ kopmuştur.

Gerek parasal büyüklüklerde görülen istikrarsızlık, gerekse nihai hedef olan enflasyon ile bağlarının azalması nedeniyle parasal büyüklükler artık ideal çapa özelliklerini kaybetmişlerdir. Günümüzde parasal büyüklükler, ekonomik istikrarı korumak amacıyla ikinci bir nominal çapa işlevini görmektedirler.

Parasal büyüklükleri kullanarak fiyatlarda istikrar sağlayamayan TCMB, döviz çapasını fiyat istikrarını sağlamak amacıyla kullanmıştır. Türkiye Ekonomisinin temel belirleyicisi dış kaynak girişi ve döviz kuru olduğundan, döviz kurunda istikrar sağlamak fiyat istikrarı için önemli hale gelmektedir. Nitekim çalışmanın dördüncü bölümündeki Granger Nedensellik Sınaması'nda döviz kurunun sistemin merkezinde yer aldığı ve diğer değişkenleri doğrudan etkileyen önemli bir büyüklük olduğu sonucuna varılmıştır.

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 kuruna müdahaleyi zorunlu hale getirmektedir.

Yukarıdaki paragrafta sayılan problemler döviz kurunun ve döviz rezervlerinin dalgalanma olasılığını arttırmaktadır. Döviz kurunda ortaya çıkan bu oynaklık belirsizliği arttırarak yüksek risk primi ortaya çıkarmaktadır. Risk priminin yükselmesi ekonomik istikrarın bozulmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla *TCMB fiyat istikrarını sağlamak için döviz kurunda istikrar sağlamak zorundadır. TCMB hangi politikayı izlerse izlesin, döviz kurunda istikrarı gözetmeden hedefleyeceği politikanın sonuçlarına ulaşması zordur.* Nitekim Şili ve Brezilya enflasyon hedeflemesi altında da yönetimli döviz kuru politikası izleyerek döviz kurundaki istikrarı sağlamaya çalışmışlardır.



TCMB ekonomik ve dolayısıyla fiyat istikrarı için daima döviz kurunda istikrar aramıştır. 1998 yılına kadar yönetimli döviz kuru politikası izleyerek döviz kurunda dalgalanmayı azaltmaya çalışırken, 2000 yılından başlayarak sabit döviz kuru politikası uygulamasına geçmiştir.

Fiyat istikrarını sağlamak için TCMB'nin döviz kurunu nominal çapa olarak kullanmasının sebebi, sadece döviz kurunun ekonomik istikrar için stratejik bir değişken olması değil; aynı zamanda döviz kurunun bünyesinde ideal nominal çapaların taşınması gereken bütün unsurları bulundurması da yatmaktadır.

Bu çalışmada yapılan analizler sonucunda ilk olarak döviz kuru nihai hedef olan fiyat istikrarı ile güçlü bir ilişkiye sahip olduğu görülmüştür. Yapılan hata teriminin varyans ayrıştırma sonuçlarında da anlaşılacağı üzere enflasyon, enflasyon beklentisi ve enflasyon riskini etkileyen en önemli iki değişkenden biri döviz kuru olarak bulunmuştur. Fiyat istikrarı için iktisadi birimlerin enflasyon beklentisi önemli olduğundan, enflasyon beklentisi varyans ayrıştırım tablosuna bakıldığında döviz kuru olarak temsil edilen Dolar serisi enflasyon beklentisinin % 21'ini açıkladığı anlaşılmaktadır. Yani iktisadi birimler enflasyon beklentilerini oluştururken döviz kurunu dikkate almaktadırlar. Varyans ayrıştırım tablosuna baktığımızda, Dolar değişkeninin fiili enflasyon ile beklenen enflasyon arasındaki sapma olarak ortaya konulan enflasyon riskinin % 29'unu açıkladığı sağtanmıştır. Dolayısıyla döviz kuru ile fiyat istikrarı arasında güçlü bir ilişkinin var olduğunu söylenebilir. Saraçoğlu ve TCMB'de aynı yöntemi izleyerek bu sonuçlara ulaşmıştır. Bu iki çalışmada da fiyatları etkileyen en önemli değişken olarak döviz kuru bulunmuştur.

Varyans ayrıştırım tablolarından ortaya çıkan sonuç enflasyon ile en güçlü ilişkiye sahip olan nominal değişkenlerin enflasyonun kendisi ve Dolar zaman serisi olduğudur. O halde nominal çapaların taşınması gereken diğer bir özellik olan istikrarlı büyüklük unsuru için sadece enflasyon ve Dolar kuru zaman serilerine bakılması gerekmektedir. Ampirik sonuçlara bakıldığında Dolar kuru zaman serisi enflasyon zaman serisine göre daha istikrarlı olduğu görülmektedir. Dolayısıyla ideal nominal çapaların taşınması gereken istikrar unsurunu da Döviz kuru nominal değişkeni sağlamış gözükmektedir.



İdeal nominal apaların taşıması gereken özelliklerden üçüncüsü hedef alınan nominal çapanın nihai hedefi en az gecikme ile etkilemesi gerekliliğidir. Bu açıdan etki-tepki analizi yapılmıştır. Etki-tepki analizi sonuçlarına göre enflasyon beklentisi üzerinde en az gecikmeye sahip değişken döviz kuru olarak ortaya çıkmıştır. Dolardaki bir birimlik şok meydana geldiğinde ilk aydan itibaren enflasyon beklentisini etkilemektedir. Bu şokun etkisi altı ay sürmektedir.

Ampirik analiz sonuçlarına göre döviz kuru, nominal apaların taşıması gereken bütün özellikleri taşıdığı görülmektedir. Dolayısıyla fiyat istikrarını sağlamak için en ideal nominal çapa döviz kurudur hipotezinin doğru olduğu sonucuna varılmıştır.

Bununla birlikte TCMB'nin 2000 yılında izlediği dolar kuru bazlı istikrar programı kriz ile sonuçlanmıştır. TCMB'nin seçtiği döviz kuru nominal çapasına yoğun eleştiri getirilmiştir. Ancak 2000 ve 2001 krizlerinin ardında seçilen nominal apadan çok yapısal sorunlar ve kamu maliyesindeki ve bankacılık sektöründeki kırılmalık rol oynamıştır. Bu anlamda krizin temel sebebi, seçilen nominal çapanın hatalı olması değil, programın ortaya konulduğu ekonomik yapının bozuk olması ve programın yanlış uygulanmasıdır.

Nominal apaya getirilen temel eleştiri ulusal paranın değer kazanması ve dolayısıyla cari açığın büyümesiydi. Bununla birlikte izlediği iddia edilen esnek döviz kuru politikasında da ulusal para değer kazanıp cari açık büyümektedir. Esnek kur rejimi sermaye hareketlerini minimize etse de bunu para ikamesi sürecini hızlandırarak yapar. Dolayısıyla döviz ile borçlanmanın yüksek olduğu bir ülkede esnek döviz kuru politikasını uygulamak ekonomik istikrar üzerinde büyük bir yük getirecektir. Borçlanmanın yabancı para cinsinden yapıldığı, mali sistemi kırılmalık olan ülkeler esnek döviz kuru politikasını izlediğini deklere etseler bile, kur hareketlerini kabul edilebilir sınırlar içinde tutmak için kura müdahale ederler. Türkiye'de de şu an bu durum görülmektedir. TCMB döviz kurunu belirli bir seviyede tutmak için müdahale etmektedir. Bu da TCMB'de "dalgalanmanın korkusu"nun yaşandığının bir göstergesidir.

Ampirik analizin gösterdiği diğer bir sonuç da enflasyonda görülen atalettir. Gerek fiili enflasyon, gerekse enflasyon beklentisi varyans ayrıştırım tablolarında enflasyonu etkileyen en önemli değişkenin enflasyonun kendisi çıkması, enflasyon ataletinin bir göstergesidir. Türkiye’de halen enflasyon ataletinin bulunması, reel faizlerde görülen katılık, yüksek dış borç, kiralar gibi esnek olmayan fiyatlar başarılı bir enflasyon hedeflemesi uygulamasını imkansız hale getirmektedir. Brezilya ekonomisi de enflasyon ataletinin henüz kırılmadığı bir ortamda enflasyon hedeflemesi politikası uygulamaya başlamış ancak daha yüksek bir enflasyon oranına ulaşmıştır. Buna karşılık aynı şekilde Şili ataletin tam olarak kırılmadığı bir ortamda enflasyon hedeflemesine başlamış ve fiyat istikrarını yakalamıştır. Bu başarının temel nedeni fiyat istikrarına ulaşmada sadece uygulanan para politikası değil, başta maliye politikası olmakla beraber diğer politikalar ile desteklenmesidir

Bu çalışmanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamak için hangi nominal çapanın daha uygun olduğunu, ideal nominal çapaların özelliklerini baz alarak ortaya koymaktır. Bu anlamda temel hipotezimiz Türkiye gibi dışa açık, yabancı para cinsinden borçlanmanın yüksek olduğu ve para ikamesinin yaşandığı bir ülkede döviz kuru fiyat istikrarını sağlamada en uygun nominal çapa olmaktadır. Çalışmada bu hipotezimiz ampirik olarak doğrulanmıştır. Yani döviz kuru ideal nominal çapaların bütün özelliklerini bünyesinde taşıdığı için fiyat istikrarını sağlayacak en ideal çapa pozisyonunda olduğu sonucuna varılmıştır. Dolayısıyla TCMB’nin fiyat istikrarını sağlayabilmesi için hangi politikayı izlerse izlesin döviz kurunu mutlaka kontrol etmesi gerekmektedir. Burada önemli olan izlenen döviz kuru politikasının hem gerekli esnekliğe sahip olması, hem de ortaya çıkacak toplam talep artışları başka nominal çapalarla desteklenmesi gerekmektedir. Aynı zamanda izlenen nominal çapa sıkı maliye ve yapısal önlemler de desteklenmelidir.

Ancak unutulmaması gereken nokta merkez bankaları fiyat istikrarını sadece kısa vadede sağlama gücüne sahiptirler. Uzun vadede Türk ekonomisinin mutlaka bütün kurum ve kuruluşlarının enflasyonu düşürmek için mücadele etmesi gerekmekte, toplumsal konsensüsün oluşması başarılmalıdır. Aynı zamanda Türk Ekonomisinin esnek ve rekabetçi bir yapıyı sağlaması gerekmektedir. Bunlar

oluşturamadan merkez bankasının fiyatlarda istikrar sağlaması ancak geçici dönem için çözüm olabilirler.



### Kaynakça

Adam, Klaus. (2003), "Optimal Monetary Policy with Imperfect Common Knowledge", *European Central Bank Working Paper Series*, No.223.

Agenor, Pierre Richard. (1994), "Credibility and Exchange Rate Management in Developing Countries", *Journal of Development Economics*, Vol. 45.

Agenor, Pierre Richard. (2000), *Economics of Adjustment and Growth*, USA: Academics Press.

Agenor, Pierre Richard. (2002), "Monetary Policy Under Flexible Exchange Rates: An Introduction to Inflation Targeting" , Norman Loayza, Raimundo Sato (ed), *Inflation Targeting: Design Performance, Challenges*, Central Bank of Chile.

Akyüz, Yılmaz. (1984), *Fiyat Mekanizması ve Makroekonomik Dengesizlikler*, Ankara Yurt Yayınları, No.1.

Akyüz Yılmaz, Korkut Boratav. (2002), "Türkiye'de Finansal Krizin Oluşumu", *İktisat İşletme Finans Dergisi*, Yıl. 17, Sayı. 197.

Akyüz Yılmaz. (2004), "Finansal İstikrarsızlığın ve Şokların Yönetimi", *İktisat İşletme Finans*, Yıl. 19, Sayı.221

Aladağ, Dinç. (2000), *İktisat Felsefesi ve Belirsizlik*, Birinci Basım İstanbul: Bağlam Yayınları.

Alesina, Alberto, Robert Gatti. (1995), "How Independent Should the Central Bank Be? Independent Central Banks: Low Inflation at no Cost", *American Economic Review*, Vol. 85.

Alesina, Alberto, Robert Barro. (2001), "Dolarization", *The American Economic Review*, Vol. 91.

Altın Kemer, Melike. (1996), *Problems with Stabilization Programs and Outline for Turkish Stabilization* , TCMB Yayını, No. 9624.

Arat, Kürşad. (2003), *Türkiye’de Optimum Döviz Kuru Rejimi Seçimi ve Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi*, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi.

Artiques, Agnes, Thierry Vignola. (2002), “Long Run Equilibria in the Monetary Policy Game” [www.e-iemed.org/1020](http://www.e-iemed.org/1020).

Balino, Tomas, Charles Enoch. (1997), *Currency Board Arrangement Issue and Experience*, USA: IMF Publication.

Barro, Robert, David Gordon. (1983), “Rules Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy” *Journal of Monetary Economics*, Vol.12.

Barro, Robert. (1984), “Recent Developments in the Theory Rules versus Discretion”, *The Economic Journal*, Vol.96.

Baydur, Cem Mehmet, (2001), *Türkiye’de Kamu Borç Stokunun Artışında Yüksek Reel Faiz ve Bankacılık Sektörünün Oligopolcü Yapısının Rolü: 1980-2000*, İstanbul Ün., Sosyal Bil. Enst., Yayınlanmamış Doktora Tezi.

Baydur, Cem Mehmet, Bora Süslü. (2002), “1990’lı Yıllarda Para Politikası Uygulamasında Çapalar”, *İMKB Dergisi*, Yıl.6, Sayı. 21.

Baydur, Cem Mehmet, Bora Süslü. (2004), “ An Evaluation of CBRT’s Monetary Policy”, *Journal of Policy Modeling*, Vol. 26.

Baydur, Cem Mehmet, Bora Süslü. (2004), “Putting High and Mighty (The Rule Policy) in an Economy where Shocks are Frequently of no Use”, *Yayınlanmamış Makale Çalışması*.

Baydur, Cem Mehmet, Bora Süslü, S. Bekmez (2004), “The Independence of Central Bank in view of Rogoff: The Turkish Experience” , *Yayınlanmamış Makale Çalışması*

Bernanke, Ben, Frederic Mishkin. (1997), “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy” , *Journal of Economic Perspective.*, Vol.11, Issue.2.

Bernanke, Ben, v.d.(1999), *Inflation Targeting: Lesson From The International Experience*, USA: Princeton University.

Berument, Hakan. (2002), "Döviz Kuru Hareketleri ve Enflasyon Dinamiği", Ömer Faruk Çolak (ed), *Kriz ve IMF Politikaları*, Ankara: Alkım Yayınevi.

Bierman, Scott, Luis Fernandez. (1998), *Game Theory with Economic Applications*, New-York: Addison- Wesley Publishing.

Binay Şükri, Kürşat Kunter. (1998), *Türkiye'de Mali Liberalleşmede Merkez Bankasının Rolü*, TCMB Yayını, No. 9803.

Bird, Graham. (1998), "Exchange Rate Policy in Developing: What is Left of the Nominal Anchor Approach ?", *Third World Quarterly*, 19(2).

Blackburn, Keith, Michael Christensen. (1989), "Monetary Policy and Policy Credibility: Theories and Evidence" *Journal of Economic Literature*, Vol. XXVIII.

Blanchard, Oliver, Stanlet Fisher. (1989), *Lectures on Macroeconomics*, London: The MIT Press.

Blanchard, Oliver. (2004), "Fiscal Dominance and Inflation Targeting. Lesson From Brazil", *NBER Working Paper*, No.10389.

Blinder, Alan. (1998), *Central Banking in Theory and Practice*, Leonal Lecturer Publications .

Blinder, Alan. (1999), " Central Bank Credibility? Why Do We Care? How Do We Built It?", *NBER Working Paper*, No.7161.

Bogdanski, Joel, v.d. (2002), "Inflation Targetingt in Brazil: Shocks, Backward Looking Prices and IMF Conditional", Norman Loayza, Raimundo Sato (ed), *Inflation Targeting: Design Performance, Challenges*, Central Bank of Chile.



Brash, Donald. (1999), "Inflation Targeting: An Alternative Way of Achieving Price Stability", *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, Vol. 62., No.1.

Brash, Donald. (2002), "Inflation Targeting 14 Years on", *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*.

Bruno, Micheal, William Easterly. (1995), "Inflation Causes and Long Run Growth", *Policy Resarch Working Paper*, No.1517.

Calvo, Guillermo, (1999), Fixed versus Flexible Exchange Rates", [www.bsos.umd.edu/econ/cicalvo.html](http://www.bsos.umd.edu/econ/cicalvo.html).

Calvo, Guillermo, Oya Celasun. (2003), "Inflation Inertia and credible Disinflation- The Open Econmmy Case", *NBER Working Series*, No.9557.

Canadian Public Policy. (1998), Bank of Canada, [www.bankofcanada.ca](http://www.bankofcanada.ca).

Canavan, Chris, Mariano Tommasi. (1997), "On the Credibility of Alternative Exchanmge Rate Regimes", *Journal of Development Economics*, Vol.54.

Canzoneri, Matthew. (1995), "Monetary Policy Games and The Role of Private Information" *American Economic Review*, Vol. 75 .

Canzoneri, Matthew, v.d.,(2001), "Is The Price Level Determined by the Needs of Fiscal Solvency?", *American Economic Review* , Vol.91.

Caputo, Rodrigo. (2002), Monetary Policy in Small Open Economies: The Chilean Experience", [www.eca-esem.com/eca-esem/esem2002](http://www.eca-esem.com/eca-esem/esem2002).

Carare, Alina, Mark Stone. (2003), "Inflation Targeting Regimes", *IMF Working Paper*, wp/03/9.

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

Champ, Bruce, Scott Freeman. (1993). *Modeling Monetary Economics*, Singapore: John Wiley & Sons.

Chandavarkar, Anand. (1996), *Central Banks in Developing Countries*, London: MacMillian.

Chile Monetary Policy. (2000), Central Bank of Chile.

Chile Monetary Policy. (2001), Central Bank of Chile.

City, Florin. (2002), "Review of the Literature on the Comparison of Price Level Targeting and Inflation", *Reserve Bank Note and Related Paper*, September.

Clarida, Richard, v.d.(1999), "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective", *NBER Working Paper*, No.7147.

Corce, Enzo, Mohsin Khan. (2000), "Monetary Regimes and Inflation Targeting", *Finance and Development*, Vol.37, No.3.

Corbo, Vittorio. (1998), "Reaching One Digit Inflation", *Journal Applied Economics*, Vol.1, No.1.

Corden, Max. (1993), "Exchange Rate Policies for Developing Countries", *The Economic Journal*, Vol.203.

Corden, Max. (2002), *Too Sensational: On the Choice of Exchange Rate Regimes*. Chicago: The MIT Press.

Cukierman, Alex. (1994), *Central Bank Strategy, Credibility and Independence Theory and Evidence*, London: The MIT Press.

Çolak, Ömer Faruk, Murat Atam. (2001), "Bütçe Açıklarını Finanse Etmeye Yönelik Politikaların Etkileri", [www.idari.cu.edu.tr/sempozyum/bil4.htm](http://www.idari.cu.edu.tr/sempozyum/bil4.htm).

Çolak, Ömer Faruk. (2001), *Finansal Piyasalar ve Para Politikası*, Ankara: Nobel Yayınları.

Çolak, Ömer Fauk, Selahattin Togay (1995), "Currency Board: Para Arzının Kontrolüne İlişkin Monetarist Bir Yaklaşım", Ömer Faruk Çolak (ed), *Finansal Piyasalar ve Para Politikası*, Ankara:Nobel Yayınları, 2001.

Çolak, Ömer Faruk. (2002), "Finansal Kriz Sürecinde Türk Bankacılık Sektörünün Durumu ve Sektörün Yeniden Yapılandırılması", Ömer Faruk Çolak (ed.), *Kriz ve IMF Politikaları*, Ankara: Alkım Yayınları.

Çolak Ömer Faruk, C.Mehmet Baydur, Bora Süslü,. (2004) "Belirsizliğin Para Politikasına Etkisi: 2003 Yılı Para Politikasının Değerlendirilmesi", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl. 19, Sayı.210.

Debelle, Guy, Stanley Fisher. (1994), "How Independent Should the Central Bank Be?", Jeffrey Fuhrer (ed), *Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policy Makers*, Boston: Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series, No.38.

Debelle, Guy. (1997), "Inflation Targeting in Practice", *IMF Working Paper*, wp/97/35.

Demirhan, Erdal. (2002), *Para Politikası Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi*, İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği Yayını, No. 231.

Domaç, İlker, Alfonso Mendoza. (2004), "Is There Room for Foreign Exchange Intervention under an Inflation targeting Framework ?", *World Bank Policy Research Working Paper*, wp.3288.

Dornbusch, Rudiger. (1994), *Exchange Rate Theory*, London:The MIT Press, 5.Edition.

Dornbusch, Rudriger, Stanley Fischer. (1993), "Moderate Inflation", *World Bank Economic Review*.

Dornbusch, Rudriger. Stanley Fischer. (1998), *Makroekonomi*, Birinci Basım, çev.Salih Ak ve Diğerleri İstanbul: Akademi Yayınları.

Eichengreen, B, P Mason. (1998), "Exit Strategies: Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility", *IMF Occasional Paper*, No.168.

Ekinci, Nazım Kadri. (1999), "Kamu Açıkları ve Para Politikası", *ODTÜ Gelişme Dergisi*, Cilt.26, Sayı. 3-4.

Enders, Walter. (1995), *Applied Econometric Time Series*, Canada: John Willy and Sons.

Englander, Steven. (1991), "Optimal Monetary Policy Design Rules versus Discretion Again", *RFBNY Quarterly Review/Winter*.

Erçel, Gazi. (2000), "Enflasyon Hedeflemesi Açılış Konuşması", [www.tcmb.gov.tr/baskaninkonusmalari](http://www.tcmb.gov.tr/baskaninkonusmalari).

Erçel, Gazi. (2000), "Türk Ekonomisinin Makro Ekonomik Özellikleri ve Beklentileri" [www.tcmb.gov.tr/Baskaninin Konuşmaları/26 Eylül 2000](http://www.tcmb.gov.tr/Baskaninin_Konusmalari/26_Eylul_2000).

Erdoğan, Funda. (1997a), "Para Politikası Teorisinde Yeni Gelişmeler", *Hacettepe Ün. İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt15, Sayı.1.

Erdoğan, Funda. (1997b), *Para Politikasının Zaman Tutarsızlığı ve Güvenilirlik Problemi: Türkiye Örneği*, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No.63.

Eren, Aslan, Bora Süslü. (2001), "Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye'de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirilmesi", *Yeni Türkiye Dergisi*, Sayı. 41, Yı.47.

Eren, Aslan. (2002), *Türkiye'nin Güncel İktisadi Sorunları*, Muğla: Muğla Üniversitesi, İ.İ.B.F. Yayınları, No.2.

Eren, Aslan. (2002), "TCMB Tarafından Uygulanan Para Programları ve Uygulama Sonuçları", *Yeni Türkiye Dergisi*, Cilt, 17.

Erol, Turan. (1996), *Exchange Rate Policy in Turkey*. Holland: Rotherdam Erasmus University: PhD Thesis.

Erol, Turan. (1997), "Nominal Anchors of the Turkish Economy. Evidence from VAR Model", *ODTÜ Gelişme Dergisi*, Cilt.24, Sayı.3

Faust John, Lars Svensson. (1998), "Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goal", *NBER Working Paper*, No. 6452.

Faust, Jon, Dale Henderson. (2004), "Is Inflation Best-Practice Monetary Policy", *International Finance Discussion Paper*, No.807.

Fernando, Luiz, v.d. (2002). "Monetary Policy in Brazil: Remarks on the Inflation Targeting Regime", *Central Bank of Brazil Working Paper*, No.2002.

Fisher, Andreas, v.d. (1994), "Monetary Policy Credibility and Price Uncertainty: The New Zealand Experience of Inflation Targeting", *OECD Economic Studies*, Vol.22.

Fisher, Stanley. (1981). *Towards An Understanding Of The Costs Of Inflation*. Canegie-Rochester Conference Series. North-Holland Publishing Company.

Fisher, Stanley. (1995), "Modern Approaches to Central Banking", *NBER Working Paper*, No. 5064.

Fisher, Stanley.(1997), "Maintaining Price Stability", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Review*.

Frankel, Jeffrey. (1999), "No Single Currency Regime is Right for all Countries or all Times", *NBER Working Paper*, No.7338.

Frankel, Jeffrey. (2003), "Experience and Lessons From Exchange Rate Regimes in Emerging Economies", *NBER Working Paper*, No. 10032.

Frankel, Jeffrey. (2003). "Experience of and Lessons From Exchange Rate Regimes in Emerging Economies", *NBER Working Paper*, No. 10032 .

Frankel, Jeffrey.v.d. (2000), "Verifying Exchange Rate Regimes" *World Bank Working Paper*, Vol. 1152.

Frisch, Helmut, (1983), *Theories of Inflation*, London: Cambridge University Press.

Garcia, Pablo. (2000), "The Chilean Experience with Inflation Targeting", *Inflation Targeting Experience*, TCMB Yayınları.

Ghosh, Atish, vd. (1998). "Currency Boards: The Ultimate Fix?" *IMF Working Paper*, wp/98/8.

Giavazzi, Francesco, Norman Fellow. (2003), "Inflation Targeting and Fiscal Policy Regime: The Experience in Brazil" *Monetary Policy Comitte*, Bank Of England

Giovanni, Alberto, Alberto Turtelborm. (1992), "Curency Substitution", *NBER Working Paper.No.4322*.

Golob, John. (1994), "Does Inflation Uncertanity Increase with Inflation", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, Issue. Q.III.

Goodfriend, Marvin, Robert King. (2000),"The Case for Price Stability", *ECB Price Stability Conference*.

Goodhart, C.A.E. (1989), *Money Information and Uncertainty*, London: MacMillian.

Gökbudak, Nuran. (1995), "Money Multiplier and Monetary Control", *TCMB Yayını* , No.9509.

Gökçe, Deniz. (1995), "İstikrar Politikası Bağlamında Merkez Bankası ve Para Politikası", *Türkiye İçin Orta Vadeli Yeni Bir İstikrar Programına Doğru*, TÜSİAD Yayını.

Grauwe, Paul. (1997), " Panel Discussion", Iwao Kuroda (ed.), *Toward More Effeptive Monertary Policy*, London: Macmillian Press.

Gregoria, Jose. (1996), "Inflation, Growth and Central Banks Theory and Evidence", *World Bank Policy Research Departmanet*, wp1575.

Gregorio, Jose. (2004), "Productivity, Growth and Disinflation in Chile", *NBER Working Paper*, No.10360.

Gujarati, Domador. (1999), *Temel Ekonometri*, Çev. Ümit Şenes, Gülay Şenes, İstanbul: Literatür Yayıncılık.



Günçavdı, Ömer.v.d.(2000), “Yüksek ve Değişken Enflasyonun Tahmininde Alternatif Modellerin Karşılaştırılması”, *ODTÜ Gelişme Dergisi*, Cilt.27, Sayı.12.

Gürkan, Ömer. (1989), *Ekonomik Büyüme ve Kalkınma*, Derya Kitapevi, Trabzon.

Hall, Robert, Gregory Mankiw. (1994), “Nominal Income Targeting”, Gregory Mankiw (ed), *Monetary Policy*, Chicago: University of Chicago Press.

Husain, Aasim,v.d.,(2004), “Exchange Rate Regime Durability and Performance in Developing versus Advanced Economies”, *Nber Working Paper* , w10673

Hayami Masaru. (2000), “Price Stability and Monetary Policy”, [www.Boj.or.jp/en/pres/koen@50](http://www.Boj.or.jp/en/pres/koen@50).

Hayo, Bernd. (1997), “Inflation Culture, Central Bank Independence and Price Stability”, *European Journal of Political Economy*, Vol. 14.

Hebbel, Schmidt, Alejandra Wernwr. (2002), “Inflation Targeting in Brazil, Chile and Mexico: Performance, Credibility and the Exchange Rate” *Central Bank of Chile Working Paper*.

Hess Gregory, Charles Morris. (1996), “The Long-run Costs of Moderate Inflation”, *Federal Bank of Kansas City Economic Review*, Issue. Q II.

Heymann, Daniel, Axel Leijonhufvud. (1995), *High Inflation*, England: Oxford University Press.

Howitt, Peter. (1994). “Zero Inflation As A Long-Term Target For Monetary Policy”. Micheal Parkin (ed.), *Theory of Inflation*,. The International Library of Critical Writing In Economics, No. 41.

IFS, IMF Financial Statistics, [www.ifs.org](http://www.ifs.org).

Issing, Otmar. (2000),”Why Is Price Stability”, *ECB Price Stability Conference*.

Jalel, Hana. (1997), *Modeling the Public Sector Deficit and Inflation Relationship in Turkey*, Ankara: Bilkent Üniversitesi Sos.Bil. Ens. Yayınlanmamış Yüksek Lisnas Tezi.

Jacobson, Tor. V.d., (1999), "A Var Model for Monetary Policy Analysis in a Small Open Economy", *Central Bank of Sweden Working Paper Series*, No.77

Johnston Jack, John Dinardo. (1997), *Economic Method*, Singapore: McGrawHill, Fopurt Edition.

Kadılar, Cem. (2000), *Uygulamalı Çok Değişkenli Zaman Serileri Analizi*, Ankara: Gazi Üniversitesi Yayınları.

Kazgan, Gülten. (1999), *Tanzimat'tan XXI. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi*, İstanbul: Altın Kitaplar.

Keitemo, Kai, Ulf Sodeström, (2001), "Simple Monetary Rules and Exchange Rate Uncertainty". *Central Bank Of Sweden Working Paper*, No. 122

Keyder, Nur. (1999), "Türkiye'de Para Baz Seçimi ve Para Çoğaltımı", *ODTÜ Gelişme Dergisi*, Cilt 26, Sayı. 34.

Keynes, John Maynard. (1980), *İstihdam Faiz ve Para Genel Teorisi*, çev. A. Baltacıgil, İstanbul: Minnetoğlu Yayınları.

Khan, Mohsin. (2003), "Current Issues the Design and Conduct of Moetary Policy" *IMF Working Paper*, wp /03/36.

King, Mervyn. (1999), "Challenges for Monetary Policy: New and Old", *Federal Reserve Bank of Kansas City*, No.69.

Kirmanoglu, Hasan. (1999) "Rasyonel Beklentiler Varsayım mı Teori mi?", *İktisat Dergisi*, No.349.

Kozicki, Sharon. (1999), "How Useful are Tarlor Rules for Monetay Policy?" *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, Second Quarter.

Kydland, Finn, Edward Prescott. (1977), "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, Vol:85, No.3.

Laidler, David. (1997), "Inflation Control and Monetary Policy", Iwao Kuroda (ed.), *Toward More Effective Monetary Policy*, London: Macmillian Press.

Landerretche, Oscar, v.d.,(1999), "Inflation Targets and Stabilization in Chile", *Central Bank of Chile Working Paper*, No.95.

Larrain, Felipe, Andres Velasco. (2001), "Exchange Rate Policy in Emerging Markets: The Case for Floating" *Forthcoming*.

Leiderman Leonardo, Lars Svensson. (1995), *Inflation Targets*, UK: Centre for Economic Policy Research Publications.

Levy-Yeyati, Eduardo, Federico Strunzegger. (2001), "Exchange Rate Regimes and Economic Performance", *IMF Staff Paper*, Vol. 47.

Lippi, Francesco, (1999), *Central Bank Independence, Targets and Credibility*, USA: Edward Elgar Publishing.

Lohmann, Susanne. (1992), "Optimal Commitment in Monetary Policy: Credibility versus Flexibility", *American Economic Review*, vol:82, No.1.

Malatyali, Kamuran .(1998), *Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye 'de Uygulanabilirliği*, DPT Çalışma Raporları, 1998-01.

McCallum, Benetth. (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.

Mccallum. Benetth.(1989), *Monetary Economics Theory and Policy*, Newyork: MacMilian Publishing Company.

Mcdnough, William. (1997), "A Framework For The Pursuit of Price Stability", *FRBNY Economic Policy Review*, August.

Meltzer, Allan. (1997), "On Making Monetary Policy More Effective Domestically and Internationally", *Toward More Effective Monetary Policy*, ed. Iwao Kuroda London: Macmillian Press.

Minalla, Andre, v.d. (2001), "Inflation Targeting in Brazil: Lessons and Challenges" *Central Bank of Brazil Working Paper*, No.55 .

Mishkin, Frederic, K.S. Hebbel. (2002), "A Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What We Need to Know?", Norman Loayza, Raimundo Sato (ed), *Inflation Targeting: Design Performance, Challenges*, Central Bank of Chile.

Mishkin, Frederic, Miguel Savastano, (2000), "Monetary Policy Strategies for Latin Amrica", *NBER Working Paper*, No. 7617.

Mishkin, Frederic, v.d. (1998), "Inflation Targeting: Lessons From Four Countries" *NBER Working Papers*, No.6126.

Mishkin, Frederic. (2000), "Inflation Targeting in Emerging Market Countries", *NBER Working Paper*, No.7618.

Mishkin, Frederic. (2000), "Issues in Inflation Targeting" *Bank of Canada Conference*.

Mishkin, Frederic. (2001), "Can Inflation Work In Emerging Market Countries", *Festschrif in Honor of Guillermo Calvo* , IMF.

Monetary Policy Report. (2001), Bank of Canada, [www.bankofcanada.ca](http://www.bankofcanada.ca)

Monetary Policy Report. (2002), Bank of Canada, [www.bankofcanada.ca](http://www.bankofcanada.ca)

Monetary Policy Statements, (1999), Reserve Bank of Zealland., [rbzn.gov.nzt/pta](http://rbzn.gov.nzt/pta).

Morande, Felipe. (2000), "A Decade of Inflation Targeting in Chile: Main Developments and Lessons", *Conference of Monetary Policy and Inflation Targeting in Emerging Economies*, Prepared by Bank of Indonesia.

Nas, Tevfik, J.Perry. (2002), "Turkish Inflation and Real Output Growth:1963-2000", Aykut Kibritçioğlu Libby Rittenberg, Faruk Selçuk, (ed.), *Inflation and Disinflation In Turkey*, England: .Ashgate Publishing.

Obstfeld Maurice, K Roggoff. (1985), "The Mirage of Fixed Exchange Rates", *Journal of Economic Perspective*, 9(4).

Obstfeld, Maurice. (1996), "Models of Crrency Crises With Self Fulfilling Features" *European Economic Review*, Vol.60.

Oğuz, Hacer. (2000), "Türkiye'de Para Politikası Uygulamasında İzlenen Nihai Amaçları" *IMKB Dergisi*, Yıl, 14, Sayı. 13.

Özel, Saruhan. (2000), *Türkiye'de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz*, Ankara: Alkım Yayıncılık.

Okina, Kunio. (1997), "Policy Objectives and The Optimal Institutional Framework of a Central Bank", Iwao Kuroda (ed.), *Toward More Effevtive Monertary Policy*, London: Macmillian Press.

Ongun, M.Tuba. (2002), "Türkiye'de Cari Açıklar ve Ekonomik Krizler" Ömer Faruk Çolak (ed.), *Kriz ve IMF Politikaları*, Ankara. Alkım Yayınları.

Öçal, Tezer, Ö.Faruk Çolak, v.d. (1997), *Para Banka Teori ve Politikası*, Ankara: Gazi Kitabevi.

Özatay. Fatih, (2004), "Sürdürülebilir Yüksek Büyüme ve Makroekonomik İstikrar", *İktisat İşletme Finans*, Yıl.19, Sayı. 221.

Persson, Torsten, Guida Tabellini. (1990), *Macroeconomic Policy, Credibility and Policies*, New-York: Hardward Economic Publishers.

Phillips, A.W., (1965), "The Relation Between Unemployment and the Rate Change of Money Wage Rates in The United Kingdom 1861-1957"; M.G.Mueller (ed.), *Reading in Macroeconomics*, USA: Hurt Reinhart Inc.

Plans and Programs. (2003), [www.publicfinance.com](http://www.publicfinance.com).

Policy Target Agreement of Reserve Bank of New Zealand, (1990), [www.rbzn.gov.nz/pta](http://www.rbzn.gov.nz/pta).

Policy Target Agreement of Reserve Bank of New Zealand, (1999), [www.rbzn.gov.nz/pta](http://www.rbzn.gov.nz/pta).

Policy Target Agreement of Reserve Bank of New Zealand, (2002), [www.rbzn.gov.nz/pta](http://www.rbzn.gov.nz/pta).

Poole William. (1994), "Comparing Direct and Intermediate Targeting" , Jeffrey Fuhrer (ed), *Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policy Makers*, Boston: Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series, No.38.

Reinhart, Carmen, Kenneth Rogoff. (2000), "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretations", *NBER Working Paper*, No.8963.

Rogoff, Kenneth. (1985), "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target, *Quarterly Journal of Economics*.

Romer, David. (1996), *Advanced Macroeconomics*, New-York: McGraw-Hill.

Rudensbusch, Glenn, Carl Walsh. (1998), "US Inflation Targeting: Pro and Con?", *FRBSF Economic Letter*, 98(18).

Rudensbusch, Glenn, Lars Svensson. (1999), "Policy Rules for Inflation Targeting", John Taylor (ed), *Monetary Policy Rules*, Chicago: The University of Chicago Press.

Saraçoğlu, Bedriye. (1999) "Türkiye'de Kamu Açıkları ve Enflasyon", *İktisat İşletme ve Finans*, Ocak Sayısı.

Sargent, T, Neil Wallace. (1981). "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, No.5.

Schaechter, Andrea. (2000), "Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries", *IMF Occasional Paper*, No.202.



Schmid, Pepr. (1999), "Monetary Targeting Practice. The German Experiences" [www.ifk.cfs.de/papers/99-03](http://www.ifk.cfs.de/papers/99-03)

Silva, Mario Luiza. (1999), *Modern Exchange Rate Regimes, Stabilization Programmes and Co-Ordination of Macroeconomic Policies*, England: Ashgate Publishing.

Soylu, Hakkı. (1997), *Türkiye'de Kamu Borçlanması*, İstanbul: SPK Yayını.

Srouf, Gabriel. (2001), "Price Level versus Inflation Targeting in a Small Open Economy", *Bank of Canada Working Paper*, 2001-26.

Stiglitz, Josph, Andrea Weiss. (1981), "Credit Ration in Markets in Imperfect Informations" *AER*, Vol.71.

Stone, Mark. (2003), "Inflation Targeting Lite" *IMF Working Paper*, wp/03/12.

Süslü, Bora, C. Mehmet Baydur. (2002), "Para İkamesi ve Türkiye'de ki Gelişimi", *İstanbul Üniv. Siyasal Bilgiler Fak. Dergisi*, Sayı.27.

Svensson, Lars. (1993), "Fixed Exchange Rates as a Means to Price Stability: What Have We Learned?", *NBER Working Paper*, No.4504.

Svensson, Lars. (1996), "Price Level targeting v.s. Inflation Targeting: A Free Lunch ?" *NBER Working Paper* , No.5719.

Svensson, Lars. (1997a), "Exchange Rate Target or Inflation Target for Norway", [www.princeton.edu.-svensson.html](http://www.princeton.edu/~svensson.html).

Svensson, Lars. (1997a), "Inflation Targeting In an Open Economy: Strict or Flexible Inflation Targeting" , [www.rbzn.govt.nz](http://www.rbzn.govt.nz).

Svensson, Lars. (1997b), "Inflation Targeting: Some Extension", *NBER Working Paper*, No.5962.

Svensson, Lars. (1999), "How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Stability?", *NBER Working Paper*, No.7516.

Svensson, Lars. (1999a), "Price Stability as a Target for Monetary Policy: Defining and Maintaining Price Stability" *NBER Working Paper*, No. 7276.

Svensson, Lars. (1999b), "Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule" *Journal of Monetary Economics*, Vol:43.

Svensson, Lars. (2001), "What is Wrong With Taylor Rules? Using Judgement in Monetary Policy Through Targeting Rules", [www.princeton.edu/svensson](http://www.princeton.edu/svensson)

Svensson, Lars. (2004) "Targeting Rules v.s. Instruments Rules for Monetary Policy: What is Wrong With Mccallum and Nelson" [www.princeton.edu/svensson](http://www.princeton.edu/svensson)

Şahinbey, Gülbin, Cihan Yalçın. (2000), *The Term Structure of Interest Rates: Does It Tell About Future Inflation?*, TCMB Discussion Paper, No. 2000/2.

Taylor, John, (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie- Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol.19.

Taylor, John. (1982), "Establishing Credibility: A Rational Expectations View Point", *American Economic Review*, Vol.72, No.2.

Taylor, John. (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practice" *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol.39.

TCMB, Yıllık Raporlar , (1997- 2001).

TCMB Ödemeler Bilançosu Raporları, (2004).

Telatar, Erdinç, Funda Erdoğan. (1997), *Para Politikası Oyununda İnandırıcılık*, Ankara: Hacettepe Üniv. İ.İ.B.F. Yayınları, No:25.

Telatar, Erdinç. (1997), "A Note versus Discretion Debate in the Conudct of Monetary Policy", *Hacattepe Üniv. İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt: XIV, Sayı:1, Temmuz.

Telatar, Erdinç. (2002), *Fiyat istikrarı Ne ? Nasıl ? Kimin İçin ?*, Ankara: İmaj Yayınevi.

Temurlenk, Sinan. (1998), *Vektör Otoregresyon Modeli*, Erzurum. Atatürk Üniversitesi Yayınları.

Thiessen, Gordon. (2001), "The Canadian Experience with Targets for Inflation Control" *The Thiessen Lectures*, Bank of Canada, [www.bankofcanada.ca](http://www.bankofcanada.ca)

Tito, Nicias. (2000), "The Brazilian Inflation Targeting Experience", *Inflation Targeting Experience*, TCMB Yayınları.

Tobin, James. (1998), *Money Credit and Capital*, Boston: McGraw-Hill

Truman, Edwin, (2003). *Inflation Targeting in The World Economy*, USA:Institute for International Economics.

Uribe, Martin.(1999), "Comparing the Welfare Costs and Initial Dynamics of Alternative Inflation Stabilization Policies", *Journal of Development Economics*, Vol. 39.

Uygur, Ercan. (2000), *Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizler*, TEK Tartışma Tebliği, No. 2001/1.

Ülengin, Burç. (1995), "Bütçe Açığı, Parasal Büyüme, Enflasyon, Döviz Kuru ve Üretim Arasındaki Nedensellik İlişkileri: Türkiye Üzerine Bir İnceleme", ODTÜ Gelişim Dergisi, Cilt: 22, Sayı.1.

Walsh, Carl. (1995), "Optimal Contracts for Central Bankers", *American Economic Review*, Vol. 85.

Woodford, Micheal. (2000), "Fiscal Requirements for Price Stability" *NBER Working Paper*, No.8072.

Woodford, Micheal. (2003), "Inflation Targeting and Optimal Monetary Policy", *Annual Policy Conference of Federal Reserve of St Louis*, [www.priceton.edu/woodford.html](http://www.priceton.edu/woodford.html).

Yağcı, Fahrettin. (2001), "Choice of Exchange Rate Regimes for Developing Countries" *World Bank Africa Region Working Paper*, No.16.

Yanardağ, Özgür. (2003), *Dışa Açılma Sürecinde Türkiye'de Teknolojik Değişme*, Muğla Üniv., Sos. Bil. Ens. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.

Yılmaz, Kamil, Cevdet Kaçay, Emre Alper. (2002), *Enflasyon ve Büyüme Dinamikleri*, İstanbul: Tüsiad Yayınları, no. 2002/12-341.



## EKLER

## EK1: TCMB Bağımsızlığı Genel İndeksi

<i>Grup: Kanuni Değişiklikler</i>	<i>Ağırlık(%20) AltTanımların Ağırlıkları Eşittir<sup>44</sup>.</i>	Değişkenin Açıklaması:	Derecesi	Katsayısı	TCMB	
<i>Grubun Katkısı</i>	<i>Grup Alt Unsurların Katkıları</i>					
0,11		<b>Başkanın Görevde kalması</b>				
			x>8	1		
			8>x>6	0,75		
	(0,03)		X=5	0,50	0,50	
			X=4	0,25		
			x<4	0		
		<b>Başkanı Kim Tayin Ediyor</b>				
		M.B Kurulu		1		
		Konsey		0,75		
	(0,03)	Meclis ve bakanlar kurulu		0,50	0,50	
		Başbakan		0,25		
		Ekonomi Bakanı		0		
		<b>Başkanın Görevden Alınma Koşulları</b>				
		1-Koşul yok		1		
	(0,05)	2-Politik olmayan nedenler		0,83	0,83*	
		3-MB kurul kararı		0,67		
		4-Kanuni bir kurum kararı ile		0,50		
	5-Kayıtsız şartsız bir kurumun kararı		0,33			
	6-Politik karardan dolayı-		0,17			
	7-Neden olmadan		0			
<i>Grup: Politik Formülasyon</i>	<i>(%15) AltTanımların Ağırlıkları Eşittir.</i>					
		<b>Para Politikasını Kim Belirler?</b>				
		1-MB kendisi		1		
(0,03)		2-MB hükümet ile		0,66	0,66	
		3-MB tavsiye niteliğinde		0,33		
		4-Hükümet kendisi		0		
		<b>Hükümetim Emirleri ve Çatışmanın çözümü</b>				
		1-MB en son otoritedir		1	1	

<sup>44</sup> Bu ağırlıkların belirlenmesi subjektiftir, (Cukierman, 1994:374).

0,08		2-Hükümet en son otoritedir. Herşeyi hükümet belirler	0,8	
	(0,05)	3-Çatışma olduğu takdirde MB yetkilerinin dahil edildiği bir grup yön verir	0,6	
		4-Yasal (Hakim) kurum son otoritedir.	0,4	
		5- Yetkili kurum son otoritedir.	0,2	
		6-Yetkili kurum kayıtsız şartsız otoritedir	0	
		<b>MB Bütçesinin Oluşturulmasında Aktif Rol sahibidir.</b>		
		1-Evet	1	
	(0)	2-Hayır	0	0
<b>MB Amaçları</b>	<b>(%15)</b>			
0,15	(0,15)	1-Fiyat istikrarı tek amaçtır	1	1
		2- Fiyat istikrarının söylenmesi tek amaçtır	0,8	
		3- Fiyat istikrarı diğer amaçlar, fiyat istikrara ile çatışma yok	0,6	
		4- Fiyat istikrarı diğer amaçlarla çelişir	0,4	
		5-MB herhangi bir amaç belirlemez	0,2	
		6- Fiyat istikrarı tek amaç değildir	0	
<b>Borç vermenin Sınırlandırılması</b>				
0,25	<b>(%15)</b>	<b>İlerlemenin Sınırlandırılması</b>		
	(0,15)	1- Hükümet borcun artmasına engel oluyor	1	1
		2-İlerlemeye izin veriliyor ancak sınırlandırılıyor	0,66	
		3- Hükümet limiti değiştirebiliyor	0,33	
		4- Limitsiz	0	
	<b>(%10)</b>	<b>API İşlemlerinin Sınırlandırılması</b>		
		1- Hükümet borcun artmasına engel oluyor	1	
		2-İlerlemeye izin veriliyor ancak sınırlandırılıyor	0,66	
		3- Hükümet limiti değiştirebiliyor	0,33	
		4- Limitsiz	0	0
(0)				
<b>(%10)</b>	<b>Borç vermeyi Kim Kontrol Ediyor</b>			



	(0,10)	1- MB kontrol ediyor	1	1
		2-Kanunla Belirleniyor	0,66	
		3-Kanunlar, MB ve yetkili kurumlar tarafından Belirleniyor	0,33	
		4-Yetkili kurum tek başına belirliyor	0	
	(%5) <i>AltTanımların Ağırlıkları Eşittir.</i>	<b>Kimler Borç alıyor</b>		
		1-Sadece merkezi hükümet borç alıyor	1	
		2-Merkezi ve yerel yönetim	0,66	
	(0,004)	3-Kurumlar	0,33	0,33
		Özel sektör borç alabiliyor	0	
		<b>Bir Limiti var ise bu limitin tipi</b>		
		1-Nakit miktarı ile	1	1
		2- MB sermayesinin %	0,66	
		3-Hükümet gelirlerinin %	0,33	
		4-Hükümet harcamalarının %	0	
		<b>Kredi Vadesi</b>		
	(0,016)	1-6 ay ile sınırlanmıştır	1	**1
		2-Mak 1 yıl	0,66	
		3- 1 yıldan fazla	0,33	
		4-Yasal sınırlama yok	0	
		<b>Faiz Oranları Üzerindeki Kısıtlar</b>		
	(0,016)	1-MB kredileri piyasa faizinden	1	1
		2- MB hükümeti verdiği kredi piyasadaki en düşük faizden daha az olamaz	0,66	
		3-Krediler belli bir tavanı geçmez	0,33	
		4-Kredilerde herhangi bir sınır yok	0	
		<b>Birincil Piyasalara borç vermenin kredinin sınırlandırılması</b>		
	(0,016)	1-MB 1. piyasadan hükümet tahvillerinin almasını sınırlı	1	***1
		2- Sınırsız	0	
	<b>TOPLAM=0,642</b>			

0,052

\*TCMB Kanunu 28.Madde.

\*\* TCMB , 120 günden daha fazla reeskont yapamaz, 91 günden fazlada APİ yapamaz,

\*\*\* Tamamen sınırlandırılmıştır.

**Ek 2: 1990-2003 Yılları Arasındaki Siyasal Otoriteler (Hükümetler Olarak)**

47 Akbulut Hük. (09.11.1989-23.06.1991)	
48 I. Yılmaz Hük. (23.06.1991-20.11.1991)	
49 VII. Demirel Hük. (21.11.1991-25.06.1993)	<u>KP</u>
50 I. Çiller Hük. (25.06.1993-05.10.1995)	<u>KP</u>
51 II. Çiller Hük. (05.10.1995-30.10.1995)	
52 III. Çiller Hük. (30.10.1995-06.03.1996)	<u>KP</u>
53 II. Yılmaz Hük. (06.03.1996-28.06.1996)	<u>KP</u>
54 Erbakan Hük. (28.06.1996-30.06.1997)	<u>KP</u>
55 III. Yılmaz Hük. (30.06.1997-11.01.1999)	<u>KP</u>
56 IV. Ecevit Hük. (11.01.1999-28.05.1999)	
57 V. Ecevit Hük. (28.05.1999 - 18.11.2002 )	<u>KP</u>
58 Gül Hük. (18.11.2002 - 14.03.2003)	
59 Erdoğan Hük. (14.03.2003 - )	

KOALİSYON PROTOKOLÜ İÇİN KP

### Ek 3: 1998-2003 Yılları Arasında TCMB Duyulan Güven

En Küçük Kareler				
Dönem: 1998:03 2003:12				
Bağımlı Değişken: TUFE				
Variable	Katsayı	Std. Hata	t-İstatistiği	Prob.
C	-0.975317	0.253469	-3.847869	0.0003*
AR(1)	0.377739	0.103431	3.652100	0.0006*
AR(10)	-0.058990	0.111332	-0.529858	0.5984
AR(11)	-0.132433	0.137956	-0.959964	0.3414
R <sup>2</sup>	0.601753			-0.785224
		F-statistic		20.02078
Durbin-Watson stat	1.574888	Prob(F-statistic)		0.000000

\* %1 düzeyinde istatistiki açıdan anlamlı, \*\* %5 düzeyinde istatistiki açıdan anlamlı

\*\*\* %10 düzeyinde istatistiki açıdan anlamlı

### Ek 4: DOLAR VARYANS AYRIŞTIRIM TABLOSU

Dönem	S.E.	ENF	GSYH1	DPT	ON	DDOLAR
1	6530.768	7.467008	13.09728	1.476863	0.411863	77.54699
2	7647.784	12.57747	12.30745	4.781347	12.12092	58.21282
3	8794.597	13.84418	9.469063	20.10300	9.622842	46.96092
4	11794.18	8.112129	7.616351	19.74808	6.481429	58.04201
5	13012.79	7.887644	7.111749	22.23000	5.327173	57.44343
6	15527.76	6.494723	5.045057	40.40995	3.766801	44.28346
7	18990.33	4.496896	3.404362	52.11794	3.277514	36.70329

### Ek 5: PARASAL VARYANS AYRIŞTIRIM TABLOSU

Dönem	S.E.	ENF	GSYH1	DPT	ON	DDOLAR
1	65110.39	0.076369	2.247304	97.67633	0.000000	0.000000
2	98726.05	0.080562	3.766473	90.90110	3.066887	2.184979
3	111822.7	0.064578	2.994474	73.08310	10.73201	13.12584
4	113140.1	1.435718	3.612590	71.39592	10.73249	12.82328
5	115603.0	4.747851	3.664887	68.39031	10.66589	12.53106
6	117590.7	4.777541	3.560631	66.88645	11.67935	13.09603
7	122395.0	6.109340	3.568649	63.88029	11.86849	14.57323