

T.C.
MALTEPE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNDE
DÖVİZ KURU GEÇİŞKENLİĞİ - TÜRKİYE
ÖRNEĞİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ŞÜKRAN ATAÇ

081103202

İstanbul, Haziran 2011

T.C.
MALTEPE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNDE
DÖVİZ KURU GEÇİŞKENLİĞİ - TÜRKİYE
ÖRNEĞİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ŞÜKRAN ATAÇ

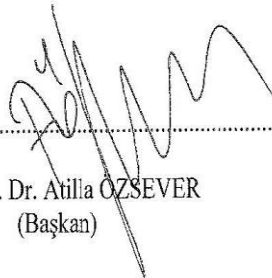
081103202

Danışman Öğretim Üyesi:
Yrd .Doç. Dr. Serkan ÇİÇEK


İstanbul, Haziran 2011

T.C. Maltepe Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne,

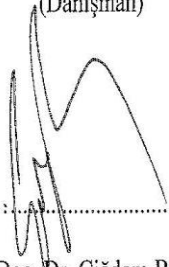
04.07.2011 tarihinde tezinin savunmasını yapan Şükran ATAÇ'a ait "Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Döviz Kuru Geçişkenliği-Türkiye Örneği" başlıklı çalışma, Jürimiz Tarafından Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, İktisat Politikası Yüksek Lisans Programında Yüksek Lisans Tezi Olarak Kabul Edilmiştir.



Yrd. Doç. Dr. Atilla ÖZSEVER
(Başkan)



Yrd. Doç. Dr. Serkan ÇİÇEK
(Üye)
(Danışman)



Yrd. Doç. Dr. Çiğdem BOZ
(Üye)

ÖNSÖZ

Enflasyon ve döviz kuru arasındaki ilişki uzun yıllar boyunca iktisatçıların önemli araştırmalarından biri olmuştur. Bu ilişki enflasyonu kontrol altına almaya çalışan merkez bankalarının izleyecekleri stratejiler açısından da son derece önemlidir. Günümüzde dünyadaki ülkelerin birçoğunda uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi stratejisinde esnek döviz kuru rejiminin benimsenmesinin temel nedeni, döviz kuru ile enflasyon oranı arasındaki bağı giderek zayıflaması hatta ortadan kalkması beklentisidir.

Çalışma konusuna yönelik olarak beni yönlendiren, destek veren ve yardımlarını esirgemeyen tez danışmanım Yrd. Doç. Dr. Serkan ÇİÇEK'e çok teşekkür ederim. Ayrıca tez çalışması boyunca desteğini hiçbir zaman esirgemeyen çok sevgili aileme ve çok değerli arkadaşlarıma da sonsuz teşekkür ederim.

İstanbul, Haziran, 2011

Şükran ATAÇ

ÖZET

İsim ve Soyadı : Şükran Ataç
Anabilim Dalı : İktisat
Programı : İktisat
Tez Danışmanı : Yrd. Doç. Dr. Serkan Çiçek
Tez Türü ve Tarihi : Yüksek Lisans – Temmuz 2011

Enflasyon hedeflemesi rejiminin önkoşullarından biri esnek döviz kuru sisteminin benimsenmesidir. Bunun sebebi, ekonomik birimlerin fiyatlar ile ilgili beklentilerinin şekillenmesinde döviz kurunun değişim oranını dikkate alması değil, merkez bankası tarafından belirlenen enflasyon hedefini dikkate almasının arzulanmasıdır. Bu durum döviz kurundaki değişim ile ekonomik birimlerin fiyat bekleyişleri arasındaki bağı azalmasına, bu sayede de enflasyon oranıyla ilişkisinin zayıflamasına imkân sağlayacaktır.

Bu çalışmada ilk etapta enflasyonla mücadele uygulanan para politikası stratejilerinin özellikleri açıklanmaya çalışılmıştır. Daha sonra ise enflasyon hedeflemesi rejiminin önkoşulları içinde yer alan esnek döviz kuru sisteminin benimsenmesi özelliğinin nedeni incelenmiş ve döviz kuru ile enflasyon arasındaki ilişki, döviz kuru geçişkenliği kavramı üzerinden açıklanmıştır. Son olarak ise Şubat 2001 krizi öncesindeki sabit kur sistemi döneminde ve kriz sonrasındaki esnek döviz kuru rejimi döneminde döviz kuru değişim oranı ile enflasyon oranı arasındaki ilişki, TÜFE, ÜFE ve bunların alt grupları çerçevesinde incelenmiştir.

Çalışmadan elde edilen bulgular, esnek döviz kuru rejimine geçildikten sonra döviz kuru ile enflasyon oranı arasındaki bağı, teorinin de beklediği azalmaya başladığı şeklindedir. Bu durum Türkiye'de enflasyon hedeflemesi rejiminin teorik temellerinin uygulamada da görüldüğünü göstermekte ve bu rejimin uygulanabilir bir rejim olduğu anlamına gelmektedir.

Anahtar Kelimeler: Döviz Kuru Geçişkenliği, Esnek Kur Sistemi

ABSTRACT

Name and Surname : Şükran Ataç
Field : Economics
Programme : Economics
Supervisor : Asst. Prof. Dr. Serkan Çiçek
Degree Awarded and Date : Master – July 2011

One of the preconditions of inflation targeting is to adopt flexible Exchange rate regime. The reason of this adoption is to be desired that economic agents to consider central banks' inflation target instead of changes in exchange rates while they were forming their inflation expectations. This situation causes a weakening relationship between changes in exchange rates and expected inflation rate of economic agents. So, this result provides a weakened relationship between inflation rates and changes in exchange rates.

In this study, first, it is tried to explain the monetary policies which are implemented for to struggle with inflation. Then, it is explained that the reason of adoption of flexible exchange rate regime in inflation targeting strategy and the relationship between exchange rate and inflation rate is explained by the concept of exchange rate pass through. And lastly, the relationship between exchange rates and inflation rates is investigated by CPI, WPI and subsections of these indexes in the fixed exchange rate and flexible exchange rate periods.

The findings of this study shows that after the adoption of flexible exchange rate regime, the relationship between exchange rate and inflation rate has weakened, as theory expected. This situation means that implementation of inflation targeting strategy coincides with the theoretical foundations of it. So this regime is appropriate regime for Turkish economy.

Keywords: Exchange Rate Pass Through, Floating Exchange Rate

İÇİNDEKİLER

Sayfa No

TEZ ONAY SAYFASI.....	HATA! YER İŞARETİ TANIMLANMAMIŞ.
ÖNSÖZ	İV
ÖZET	V
ABSTRACT.....	VI
İÇİNDEKİLER.....	Vii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	İX
ŞEKİLLER LİSTESİ	X
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ENFLASYONLA MÜCADELEDE UYGULANAN STRATEJİLER

1.1.	PARASAL BÜYÜKLÜK HEDEFLEMESİ.....	4
1.1.1.	<i>Parasal Büyüklük Hedeflemesinin İşleyişi</i>	4
1.1.1.	<i>Parasal Büyüklük Hedeflemesinin Önemini Yitirmesi</i>	6
1.2.	DÖVİZ KURU HEDEFLEMESİ.....	7
1.2.1.	<i>Döviz Kuru Hedeflemesinin İşleyişi</i>	7
1.2.2.	<i>Döviz Kuru Hedeflemesinin Avantajları</i>	9
1.2.3.	<i>Döviz Kuru Hedeflemesinin Dezavantajları</i>	11
1.3.	ENFLASYON HEDEFLEMESİ	14
1.3.1.	<i>Enflasyon Hedeflemesinin İşleyişi</i>	14
1.3.2.	<i>Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşulları</i>	16
1.3.2.1	Merkez Bankasının Bağımsız Olması	18
1.3.2.2	Mali Baskının Olmaması	20
1.3.2.3	Esnek Döviz Kurunun Benimsenmesi	22

İKİNCİ BÖLÜM24

DÖVİZ KURU İLE ENFLASYON ORANI ARASINDAKİ İLİŞKİ

2.1.	DÖVİZ KURU GEÇİŞKENLİĞİ	25
2.1.1.	<i>Döviz Kuru Geçişkenliğinin Tanımı</i>	25
2.1.2.	<i>Döviz Kuru Geçişkenliğini Sağlayan Kanallar</i>	25
2.1.2.1	Tüketici Fiyatları Kanalı	26
2.1.2.2	Üretici Fiyatları Kanalı	27
2.1.2.3	Endeksleme	28
2.2.	KUR STRATEJİLERİ VE DÖVİZ KURU GEÇİŞKENLİĞİ BEKLENTİSİ.....	29
2.2.1.	<i>Döviz Kuru Hedeflemesinde Kur Geçişkenliği</i>	29
2.2.2.	<i>Enflasyon Hedeflemesinde Kur Geçişkenliği</i>	30

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM32

ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ VE DÖVİZ KURU GEÇİŞKENLİĞİ – TÜRKİYE ÖRNEĞİ

3.1.	TÜRKİYE EKONOMİSİNDE DÖVİZ KURU VE ENFLASYON ORANI DİNAMİKLERİ	32
3.2.	TÜRKİYE EKONOMİSİNDE ENFLASYON HEDEFLEMESİ DÖNEMİNDE DÖVİZ KURU GEÇİŞKENLİĞİ	36
3.2.1.	<i>TÜFE Enflasyon Oranında Döviz Kuru Değişkenliği</i>	36
3.2.1.1	Ticarete Konu Olan Malların Enflasyon Oranında Döviz Kuru Geçişkenliği 38	
3.2.1.2	Ticarete Konu Olmayan Malların Enflasyon Oranında Döviz Kuru Geçişkenliği	39
3.2.1.3	Gıda Ürünlerinin Enflasyon Oranında Döviz Kuru Geçişkenliği	40
3.2.1.4	Enerji Ürünlerinin Enflasyon Oranında Döviz Kuru Geçişkenliği	41
3.2.2.	<i>ÜFE Enflasyon Oranında Döviz Kuru Geçişkenliği</i>	42
3.2.2.1	Tarım Ürünlerinin Enflasyon Oranında Döviz Kuru Geçişkenliği	43
3.2.2.2	Sanayi Ürünlerinin Enflasyon Oranında Döviz Kuru Geçişkenliği	44
3.2.2.3	Enerji Ürünlerinin Enflasyon Oranında Döviz Kuru Geçişkenliği	46

SONUÇ

47

KAYNAKÇA.....

50

KISALTMALAR LİSTESİ

IMF	: Uluslararası Para Fonu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
ÜFE	: Üretici Fiyat Endeksi

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Enflasyon Oranı (1995-2004)	33
Şekil 2: Enflasyon Oranı (2001-2010)	33
Şekil 3: Ulusal Paranın Değer Kaybı Oranı	35
Şekil 4: Döviz Kuru Volatilitesi.....	35
Şekil 5: Döviz Kuru Değişimlerinin Süresi ve Büyüklüğü	36
Şekil 6: Geçişkenlik Katsayısı (TÜFE).....	37
Şekil 7: Geçişkenlik Katsayısı (Ticarete Konu Olan Mallar)	38
Şekil 8: Geçişkenlik Katsayısı (Ticarete Konu Olmayan Mallar)	39
Şekil 9: Geçişkenlik Katsayısı (Gıda Ürünleri)	40
Şekil 10: Geçişkenlik Katsayısı (Enerji Ürünleri)	41
Şekil 11: Geçişkenlik Katsayısı (ÜFE)	43
Şekil 12: Geçişkenlik Katsayısı (Tarım Ürünleri)	44
Şekil 13: Geçişkenlik Katsayısı (Toplam İmalat Sanayi)	44
Şekil 14: Geçişkenlik Katsayısı (Kamu İmalat Sanayi)	45
Şekil 15: Geçişkenlik Katsayısı (Özel İmalat Sanayi)	45
Şekil 16: Geçişkenlik Katsayısı (Enerji Ürünleri)	46

GİRİŞ

Enflasyon konusu uzun yıllar boyunca iktisatçıları meşgul etmiş konulardan biri olmuştur. Enflasyonla mücadele edilmesi gerektiği ve enflasyon düşürüldükten sonra da fiyat istikrarının sağlanması gerektiği hususları bugün artık iktisatçıların arasında uzlaşa sağlanmış konulardan biri olarak görünmektedir. Enflasyonla mücadele uygulanan parasal büyüklük hedeflemesi, döviz kuru hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi gibi stratejiler de çeşitli teorik geçerlilikler üzerinden var olmuştur.

Günümüzde enflasyonla mücadele yoğun olarak kullanılan strateji enflasyon hedeflemesidir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinde merkez bankaları enflasyon oranı hedefi belirler ve bu hedef nominal çapa olarak ifade edilir. Ekonomik birimler enflasyon oranı ile ilgili beklentilerini şekillendirirken enflasyon hedefini dikkate alırlar. Bu nedenle merkez bankalarının enflasyon beklentisini şekillendirecek bir başka değişkene dair bir taahhütte bulunmaması gerekir. Bu taahhüt kısıtı, merkez bankalarını döviz kurunun değeri konusunda özgür bırakmaktadır. Bir diğer deyişle bu stratejide döviz kurunun değerinin belirlenmesi işlevi merkez bankası yerine piyasaya terk edilmiş olmaktadır.

Döviz kurunun değerinin piyasaya terk edilmesi, enflasyon hedeflemesi rejiminde esnek döviz kuru rejiminin benimsenmesi ile mümkündür. döviz kurunun değerinin gün içinde sürekli olarak dalgalanması, ekonomik birimlerin döviz kurunun gelecekteki değeri ile ilgili bir belirsizlik ortamı içinde kalmasına neden olmaktadır. Böyle bir ortamda ekonomik birimler döviz kurunun değerini bilemeyecekleri için enflasyon bekleyişlerini döviz kurundaki değişime göre

belirlemeyeceklerdir. Bu da döviz kuru ile enflasyon beklentileri arasındaki bağı zayıflatacaktır. Enflasyon beklentilerinin de gerçekleşen enflasyon oranını etkilediği düşünüldüğünde esnek kur sisteminde döviz kuru değişimlerinin gerçekleşen enflasyon üzerindeki etkisinin de görece daha zayıf olacağı anlamına gelmektedir.

Türkiye ekonomisinde Şubat 2001 döneminde yaşanan kriz öncesinde sabit kur sistemi izlenmekteydi. Bu sistemde merkez bankasının kurun gelecekteki değeri hakkında bir taahhütte bulunması, ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerinin bu taahhüt çerçevesinde belirlenmesine neden olmaktadır. Ancak kriz sonrasında esnek kur sistemine geçilmesiyle bu taahhüt ortadan kalkmış ve kur ile enflasyon arasındaki ilişki zayıflamıştır.

Döviz kurundaki değişimin enflasyon oranına etkisi literatürde döviz kuru geçişkenliği olarak bilinmektedir. Çalışmada Türkiye ekonomisinde $1\$/0.77\text{€}$ 'dan oluşan nominal döviz kuru sepetinin değişim oranının yurtiçi enflasyon oranı üzerindeki etkisi incelenmeye çalışılacaktır. Bu amaçla çalışmanın birinci bölümünde enflasyonla mücadele geçmişten günümüze uygulanan para politikası stratejilerinin temel özellikleri açıklanmaya çalışılmıştır. İkinci bölümde ise döviz kuru ile enflasyon oranı arasındaki geçişkenlik ilişkisinin kanalları gerek tüketici fiyatları, gerek üretici fiyatları gerekse de endeksleme mekanizması aracılığıyla açıklanmaya çalışılacaktır. Üçüncü ve son bölümde ise Türkiye ekonomisinde tüketici fiyatları, üretici fiyatları ve bunların alt grupları üzerinden döviz kuru geçişkenliğinin zaman içindeki seyri incelenecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. ENFLASYONLA MÜCADELEDE UYGULANAN STRATEJİLER

Enflasyon konusu her dönem iktisatçıların ilgisini çekmiş konulardan biridir. Ekonomiler üzerinde önemli bir hastalık olarak görülen enflasyon sorununa yönelik olarak iktisatçılar çok çeşitli yaklaşımlar sergilemiştir. Altın standardı dönemlerinde para arzı artışının altın arzına bağlı olması, bu dönemlerde enflasyon olgusunun önemli bir iktisadi sorun olarak görülmesini engellemiştir. Fiyat istikrarı altın standardı döneminde iktisadi yapının doğal bir sonucu olarak görülmüştür. Nitekim bu dönemde enflasyon sorunu da çok büyük oranda mevcut değildi¹. Ancak altın standardının terk edilmeye başlanması ve sonrasında kâğıt para sisteminin hâkim uygulamaya dönüşmesi ile birlikte enflasyon sorunu da önemli ölçüde belirginleşmeye başlamıştır.

Keynesyen politikaların hâkim olduğu yeni iktisadi yapıda, ekonomilerin temel odağı üretim istikrarı olmuştur. Keynesyen perspektifte değerlendirilen Phillips eğrisi hipotezi bu olguyu daha da beslemiş, işsizlik oranını düşük düzeyde tutmak için yüksek enflasyonun göze alınabileceği görüşü benimsenmiştir. Ancak 1960'ların ortalarından itibaren enflasyonun yükselişe geçmesinin yanında üretim düzeyinin de arzulanan düzeylerin altında kalması, üretim ve fiyat istikrarı konularının yeniden ele alınmasını gerektirmiştir. 1970'li yıllardan itibaren doğal

¹ 1776–1914 yılları arasında Amerika Birleşik Devletleri'nde kümülâtif fiyat artışı neredeyse sıfır düzeyinde gerçekleşmiştir. Michael Woodford, “The Case For Forecast Targeting as a Monetary Policy Strategy”, *Journal of Economic Perspectives*, Issue 21, Number 4, Autumn (2007), s. 5

işsizlik oranı hipotezi ile birlikte yaygınlaşmaya başlayan anlayış, işsizlik sorununun çözümünün piyasaya terk edilmesi, enflasyon sorununun çözümü için ise çeşitli para politikası stratejileri izlenmesidir.

Günümüzde iktisatçılar arasında enflasyonun en önemli iktisadi sorun olduğu konusunda ortak bir uzlaşıdan bahsetmek mümkündür². Geçmişten günümüze enflasyon sorununun çözümüne yönelik birçok strateji uygulanmıştır. Bu bölümde enflasyonla mücadele uygulanan para politikası stratejilerinin temel özelliklerinden bahsedilmeye çalışılacaktır. Bu bağlamda ilk etapta parasal büyüklük hedeflemesi, daha sonra döviz kuru hedeflemesi, son olarak ise enflasyon hedeflemesi stratejisi ele alınacaktır.

1.1. Parasal Büyüklük Hedeflemesi

1.1.1. Parasal Büyüklük Hedeflemesinin İşleyişi

Parasal büyüklük hedeflemesi, fiyat istikrarını kontrol altına almak amacıyla ekonomideki parasal büyüklükler üzerinde kontrolün sağlanmaya çalışıldığı bir para politikası stratejisidir³. Paranın miktar teorisine dayanan bu strateji geçmişte birçok sanayileşmiş ülke tarafından uygulanmıştır. 1970'li yılların sonuna ve 1980'lerin başına gelindiğinde ise bu uygulama terk edilmeye başlanmıştır. Bunun nedenini anlamak için bu stratejinin teorik çerçevesinin anlamak gerekir.

1950'lerin sonlarında Monetaristler tarafından yeniden ele alınan miktar teorisine göre, fiyat artış oranı ile parasal büyüme oranı arasında yakın bir ilişki mevcuttur. Buna göre para talebinin istikrarlı olduğu ve para arzının dışsal olarak

² 2008 yılında beliren Küresel Finans Krizi ile birlikte, birçok ekonomi enflasyon konusunu önceliğe almak yerine üretim istikrarına odaklanmayı tercih etmiştir. Ancak yine de enflasyonun en önemli sorun olduğuna dair anlayışın hâkim olduğunu söylemek kanımızca doğru olacaktır.

³ Faik Zengin, "Fiyat İstikrarının Sağlanmasında Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Örneği", Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2011, s. 23

belirlendiği bir ekonomide, parasal genişleme oranı ile enflasyon oranı arasında doğru yönlü bir ilişki mevcuttur.

Parasal büyüklük hedeflemesi temel itibarıyla üç özelliğe sahiptir⁴:

- Para politikacıları fiyat istikrarına ulaşmayı sağlayacak bir parasal büyüme oranı hedefler ve bu hedef belirlenirken enflasyon oranı ve parasal büyüklük arasındaki ilişkiyi etkilemesi muhtemel olan para talebi, banka davranışı gibi faktörler veri kabul edilir.
- Belirlenen parasal büyüklük hedefine ulaşmak için kısa vadeli faiz oranı veya banka rezerv miktarı aracılığıyla bir politika davranışı uygulanır.
- Parasal hedeften büyük ve sistemik olarak sapılması durumunda gerekli olacak bir hesap verebilirlik mekanizması oluşturulur. Parasal büyüme oranının belirlenmesinde kullanılan faiz oranı ve rezervler, belli bir gecikme ile fiyat ve çıktı değişkenleri üzerinde etki meydana getirir. Ayrıca ekonomilerde meydana gelen şoklar da merkez bankaları tarafından dikkate alınır ve gerektiğinde parasal büyüklük hedefleri revize edilir.

Buradaki en önemli unsur enflasyon oranının uzun dönemde parasal büyüme tarafından belirlenip belirlenmediğidir⁵. Parasal büyüme oranı ile enflasyon oranı arasında uzun dönemli bir ilişki mevcut mudur? Bu ilişkinin teorik çerçevesi miktar teorisi aracılığıyla incelenir.

Miktar teorisi üç özelliğe sahiptir.

- Para talebi reeldir.

⁴ Edward Nelson. "The Future of Monetary Aggregates in Monetary Policy Analysis", **Journal of Monetary Economics**, 50, (2003): 1064

⁵ Nelson (2003): 1064

- Para talebi görece istikrarlıdır.
- Nominal para arzı dışsaldır.

Miktar teorisi biçiminde formüle edilir. para arzını, paranın dolanım hızını, fiyat düzeyini ve reel üretim düzeyini göstermektedir. Ekonominin tam istihdamda olduğu, paranın dolanım hızının da kısa dönemde sabit varsayımları altında para arzında değişim fiyatlardaki değişime yansıtacaktır. Bir diğer deyişle enflasyon oranını belirleyen değişken para arzı olacaktır. O halde enflasyon oranını kontrol altına almanın tek yolu, para arzı artış oranını kontrol altına almaktır. Bu sebeple merkez bankaları para arzı artış oranı ile ilgili bir hedef belirlemeli ve para arzı artışını bu hedef doğrultusunda belirleyerek enflasyonla mücadele etmelidir.

Yukarıda da belirtildiği gibi parasal büyüklük hedeflemesinde enflasyon oranının parasal artış oranı tarafından belirlendiğini, ancak bunun para arzının dışsal olarak, yani merkez bankası tarafından belirlendiği bir yapıda gerçekleştiğini ortaya koyulmaktadır. İlişkideki bir diğer varsayım da para talebinin uzun dönemde istikrarlı olduğudur. Ancak ilerleyen dönemlerde parasal büyüklük hedeflemesi önemini yitirmiş ve yerine alternatif stratejiler geliştirilmiştir.

1.1.1. Parasal Büyüklük Hedeflemesinin Önemi Yitirmesi

1970'li yılların özellikle ortalarından itibaren birçok ülke tarafından uygulamaya konulan parasal büyüklük hedefleme stratejisi, 1980'li yıllardan itibaren önemini yitirmeye başlamıştır. Bunun arkasında yatan temel etmenlerden birincisi, parasal büyüklükleri kontrol etmeyi zorlaştıran şokların belirlenmesidir. Parasal büyüklük hedeflemesinde merkez bankalarının kullandıkları para arzı tanımlarının

değeri, bu dönemde ortaya çıkan deregülasyon süreci ve finansal yeniliklerle birlikte değişmiştir⁶. Bu durum merkez bankalarının para arzı hedefini tutturmalarını zorlaştırmıştır.

Bir diğer faktör ise para talebi istikrarının kaybolması ve para talebini tahmin etmenin giderek zorlaşmasıdır⁷. Bu dönemde yaşanan resesyon süreci toplumun para talebi yapısı değiştirmiştir. Ayrıca özellikle bankacılık sisteminde ortaya çıkan yeni enstrümanlar, ekonomik birimlere daha yüksek kazanç ve daha az risk imkânı tanıdığı için para talebi alışkanlıkları da değişmiştir. Bu durum merkez bankalarının piyasadaki para miktarını ve bununla bağlantılı olarak üretim ve yatırım düzeyi üzerindeki kontrolünü zayıflatmıştır. Parasal büyüklük hedefinin öneminin azalmasına neden olan üçüncü unsur ise para arzı ile enflasyon oranı arasındaki nedenselliğin azalmasıdır. Yapılan bazı ampirik çalışmalar, iki değişken arasındaki nedensellik ilişkisinin zayıfladığını göstermiştir.

Tüm bu gelişmeler neticesinde ülkeler, parasal hedefleme stratejisini terk etmeye başlamışlardır. Ekonomik yapıda meydana gelen değişikliklerin neden olduğu bu durum, enflasyon oranını kontrolde yeni arayışların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bunlardan biri de döviz kuru hedeflemesidir.

1.2. Döviz Kuru Hedeflemesi

1.2.1. Döviz Kuru Hedeflemesinin İşleyişi

Döviz kuru hedeflemesi, enflasyonu düşürmek ve enflasyonist beklentileri kontrol altına almak amacıyla bir ülkenin, ulusal parasının değerini güçlü bir ülkenin

⁶ Frederic S. Mishkin, **Money, Banking and Financial Markets**, 8. Ed. (NewYork: Prentice Hall, 2007): 399

⁷ John P. Judd, John L. Scadding, "The Search for a Stable Demand Function: A Survey of the Post 1973 Literature", **Journal of Economic Literature**, Vol. 20, Issue 3, (1982): 1020 ve Palle S. Andersen, "The Stability of Money Demand Functions: An Alternative Approach", **BIS Economic Papers**, No:14, April (1985): 4

parasına bağlayarak yürüttüğü parasal bir stratejidir. Bu stratejiyi uygulamaya çalışan ülkeler, güçlü ülke seçiminde çoğu kez, dış ticarete en büyük partnerleri konumunda olan ülkeyi tercih ederler.

Döviz kuru çapasına dayalı parasal stratejiler, katı döviz kuru hedeflemesi ya da yumuşak döviz kuru hedeflemesi şeklinde uygulanabilir. Yumuşak döviz kuru hedeflemesi, ayarlanabilir kur rejimini ifade etmektedir. Yumuşak döviz kuru hedeflemesinde, enflasyonu kontrol altına almak amacıyla, ulusal paranın değeri güçlü bir paraya bağlanır. Bu sistemde, kimi zaman yabancı bir ülke parasına bağlanan ulusal paranın değeri, belirli bir bant içerisinde dalgalanmaya bırakılabilir.

Katı döviz kuru hedeflemesi stratejisinin iki tür uygulaması vardır: Para kurulu ve tam dolarizasyon. Para kurulu sisteminde para basımı, %100 döviz karşılığında gerçekleşir. Para kurulu sisteminin uygulandığı ülkelerde, para basma yetkisini elinde bulunan otorite, yabancı para ile ulusal para arasındaki değişimi sabit bir orana bağlar. Para kurulu sisteminde sabit döviz kuru, yasal bir düzenlemeye dayanmaktadır. Bu sistemi uygulayan ülkelerde, parasal tabanın büyüklüğü, çapa ülkesinin para politikası ve sermaye akışı tarafından belirlenir. Bu sistemde parasal otoritenin, para politikası üzerinde inisiyatif kullanması, ulusal para cinsinden ifade edilen varlıkları alıp satması, açık piyasa işlemlerini yönetmesi ve ulusal bankalara ya da hükümete ödünç vermesi söz konusu değildir. Dolayısıyla, döviz piyasasında gerçekleştirilen işlemlerin parasal etkilerini sterilize etme olanağı ortadan kalkmaktadır. Tam dolarizasyon uygulamasında, ulusal para yabancı para ile ikame edilir. Diğer bir ifade ile tam dolarizasyon uygulamasına geçen bir ülkede, ulusal paranın bütünüyle eliminasyonu gündeme gelir. Dolarizasyon süreci ile birlikte ulusal para cinsinden ifade edilmeye başlanır.

Döviz kuruna dayalı istikrar programı uygulayan ülke deneyimlerini inceleyen çalışmaların ulaştığı bazı önemli sonuçlar, aşağıdaki noktalarda toplanabilir.

- Heterodoks istikrar programları uygulayan ülkelerde fiyatların geçici bir süre denetim altına alınması, enflasyonun hızlı bir şekilde düşmesine yol açar.
- Programın başlangıç döneminde reel iktisadi aktivitelerde artış eğilimi ortaya çıkar. Bu anlamda reel GSYİH ile özel tüketim harcamaları, en çok göze çarpan değişkenlerdir. Hemen belirtmek gerekir ki, başlangıç döneminde ortaya çıkan genişleyici eğilimler, belirli bir süre sonra yerini daraltıcı eğilimlere bırakır.
- Ulusal para reel anlamda aşırı değer kazanır.
- Gerek ticaret bilançosu gerekse cari işlemler bilançosunda ciddi tahribatlar ortaya çıkar.
- Program süresince reel faizlerin seyrini net olarak kestirmek güçtür. Örneğin Ortodoks planların başlangıç devrelerinde reel faiz oranlarında düşme eğilimi gözlenmesine karşın, 1980'li yılların ortalarında uygulanan Heterodoks programların başlangıcında ters yönde bir eğilim ortaya çıkmıştır.

1.2.2. Döviz Kuru Hedeflemesinin Avantajları

Döviz kuru hedeflemesinin temel avantajlarını aşağıdaki noktalarda toplayarak incelemek mümkündür:

Esnek döviz kuru sisteminde, kurun yönelimini tam olarak kestirmek hayli güçtür. Döviz kurunda gerek uzun dönemde gerekse kısa dönemde ortaya çıkan öngörülmedik bir istikrarsızlık eğilimi, iktisadi hayatı negatif yönde etkileyebilir.

Kurlara ilişkin belirsizlik, iktisadi birimlerin yatırım harcamalarını ve uluslararası ticareti negatif yönde etkiler.

Sabit tutulan döviz kuru, nominal bir çapa sağlayarak zaman tutarsızlığı probleminin giderilmesine katkı sağlar. Zaman tutarsızlığı problemi, politikacıların kısa dönemde hâsıla düzeyini artırmak ve istihdam hacmini genişletmek amacıyla, genişletici politikalar uygulamalarından kaynaklanır. İhtiyari politika uygulama olanağının varlığı halinde politikacıların kısa vadede genişletici politikalar uygulamalarını önlemek hayli güçtür. Sabit kur taahhüdünün ilan edilmesi, para politikası için otomatik bir kuralın benimsendiği anlamına gelir. Dolayısıyla, kur hedefinin ilan edilmesi halinde parasal otoritenin para politikasını keyfi şekilde uygulaması önlenmiş olur. Parasal otorite parasal genişleme stratejisini, ilan edilen kur hedefi ile tutarlı bir şekilde, diğer bir ifade ile ulusal paranın değerindeki hareketleri takip ederek yönlendirir.⁸

Yüksek enflasyon sorunu yaşayan bir ülke, ulusal parasının değerini düşük enflasyon oranına sahip güçlü bir ülkenin parasına bağladığında, ister bütçe açıklarından kaynaklansın ister ücret ve fiyat politikalarından kaynaklansın, enflasyonist eğilimleri baskılama olanağını elde eder.

Kredibilitesi düşük ve yeterliliği endişe ile karşılanan merkez bankalarının bu olumsuz koşullardan kurtulması için döviz kuru hedeflemesi bir çare olarak düşünülebilir. Bu anlamda, ulusal paralarını güçlü yabancı bir paraya bağlayan ülkeler, çapa ülkesi merkez bankasının sahip olduğu kredibilitreyi ithal etme olanağını elde edebilirler. Örneğin birçok Avrupa ülkesi paralarını Alman Markına bağlayarak Bundesbank'ın kredibilitesini ithal etmeye çalışmıştır.

⁸ Frederic Mishkin, “**International Experiences with Different Monetary Policy Regimes**” (NBER Working Papers (1997): 696

Döviz kuru hedeflemesi, kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılır açıklıkta bir stratejidir. İktisadi birimlerin politika beklentilerinin etkilenmesi açısından uygulanmakta olan parasal stratejinin basit ve açık olması son derece önemlidir. Yeterli açıklıkta ve basitlikte olmayan bir stratejinin beklentileri etkileme gücü sınırlıdır.

1.2.3. Döviz Kuru Hedeflemesinin Dezavantajları

Döviz kuru hedeflemesi stratejisi, bağımsız bir para politikası uygulama olanağını ortadan kaldırır. Döviz kuru hedeflemesi stratejisi uygulayan ülke, para politikasını ulusal ekonomideki gelişmelere bağlı olarak yönlendiremez. Çünkü ulusal parasını başka bir ülkenin parasına bağlayan ülke, parasal genişleme stratejisini çapa ülkesinin parasal büyüme oranındaki değişiklikleri esas alarak belirlemek zorundadır. Öte yandan döviz kuru hedeflemesi stratejisini uygulayan ülke, çapa ülkesinde ortaya çıkan bir şoktan doğrudan doğruya etkilenir. Çünkü çapa ülkesinde faiz oranlarında ortaya çıkan bir dalgalanma, stratejiyi uygulayan ülke faiz oranlarını aynı düzeyde etkiler. Faiz oranlarının istikrarlı bir düzeye çekilmesinin stabilizasyon programı uygulayan ülkeler açısından önemi göz önüne alındığında kur çapasının riski açıkça ortaya çıkar. Faiz oranlarının artması, iktisadi büyüme performansını negatif yönde etkiler. Dolayısıyla uygulanmakta olan programın uzun süre sürdürülmesi olanaksız hale gelir.

Döviz kuru hedeflemesi uygulayan ülke, çapa ülkesinde ortaya çıkan şokun yanı sıra ihraç ettiği ürünlere yönelik talebin istikrarsız bir trend sergileme-sinden de etkilenebilir. Örneğin, bu stratejiyi uygulayan ülkenin ihracat talebinde ani ve kalıcı bir düşüş eğilimi ortaya çıktığında, dünya ölçeğinde fiyatlar esnek olsa bile, çok ciddi iktisadi tahribatlar ortaya çıkabilir. Bu tür bir şokun ortaya çıktığı dönemde, nominal ücretler ve fiyatlar esnek değilse, tahribatın boyutları daha da büyür. İthalat

ve ihracatın görelî fiyatlarını kısa dönemde ayarlayacak bir yol bulunamadığında, hem istihdam hacminde hem de hâsıla miktarında daralma eğilimleri ortaya çıkar. Bu tür eğilimler, programa olan güvenin azalmasına ve dolayısıyla kötümser beklentilerin ortaya çıkmasına yol açar.

Döviz kuru hedeflemesi stratejinin uygulanması ile birlikte, iktisadi faaliyet hacminde gözlenen genişleme eğilimleri geçicidir. Kronik enflasyon deneyimi yaşayan ülkelerde uygulanan döviz kuru temelli istikrar programları, başlangıçta hâsıla ve tüketim miktarının artmasına yol açsa da, bu etkiler geçici niteliktedir. Programın uygulanmaya konulması ile birlikte iktisadi faaliyet hacminde ortaya çıkan genişleme eğilimleri uzun süre devam etmez. Döviz kuru hedeflemesi stratejisinin, geçici süreli de olsa, genişleyici eğilimleri ortaya çıkarması, döviz kuruna dayalı programların resesyönist eğilimleri belirli bir süre ertelemek amacıyla uygulandığı şeklinde yorumlanabilir. Önemle belirtmek gerekir ki, resesyönist eğilimlerin belirli bir süre ertelenebilmesi, politikacılara nominal çapa seçiminde fırsatçı eğilimler ile davranabilme olanağı sunmaktadır. Buna göre, seçim öncesi dönemlerde seçmen sempati-sini yitirmek istemeyen iktidarlar, nominal çapa seçiminde tercihlerini döviz kurundan yana kullanırlar. Seçim sonrası dönemlerde ise, oy kaybetme endişesi azaldığından dolayı, parasal hedefleme stratejini uygulamakta her-hangi bir sakınca görmezler.

Kronik enflasyon sorunu yaşayan ülkelerde uygulanan 35 stabilizasyon programını analiz eden nominal çapa seçiminde, seçim dönemlerinin (fırsatçı eğilimlerin) belirleyici bir değişken olduğu görüşünü kanıtlayan bulgular elde etmişlerdir.

Döviz kuru hedeflemesi stratejisi, finansal kırılğanlığı arttırdığı gibi, finansal krizlerin ortaya çıkmasına da yol açabilir. Gelişmekte olan ülkeler, güçlü bir finansal

yapıya sahip olmadıklarından dolayı, bu ülkelerde uygulanan kur temelli stabilizasyon programlarının derin iktisadi krizlere yol açma olasılığı hayli yüksektir. Gelişmekte olan ülkelerde, ulusal paranın değerinin istikrarlı bir trend izlememesi iktisadi krizlerin ortaya çıkmasında en önemli etkenlerden biridir. Bu ülkelerde ulusal paranın gelecekte nasıl bir seyir izleyeceği belirsiz olduğundan dolayı, borçlanma enstrümanları, ancak, döviz cinsinden ifade edildiğinde cazip hale gelir. Bu durumun farkında olan firmalar ve finansal kuruluşlar ağırlıklı olarak döviz cinsinden borçlanmayı tercih ederler. Bu eğilim kaçınılmaz olarak finansal kırılganlık düzeyini artırır. Çünkü döviz cinsinden ifade edilen enstrümanlar ile borçlanma stratejisi, finansal piyasalardaki kurumsal yapıya ilişkin en çok göze çarpan özelliklerden biri olduğunda, ulusal paranın aşırı değerlenmesi ne-deniyile gündeme gelecek bir devalüasyon uygulaması, ulusal firmaların borç yükünü kayda değer düzeyde arttırır. Öte yandan önemle vurgulamak gerekir ki, devalüasyon uygulamasından sonra firmaların ulusal para cinsinden ifade edilen varlıklarının değerinde eş anlı bir artış ortaya çıkacağını iddia etmek doğru değildir. Sonuç olarak, firmaların hem bilançoları tahrip olacak hem de net servetleri azalacaktır. Dolayısıyla borç geri ödeme güçlerinde ciddi bir gerileme ortaya çıkacaktır.

Döviz kuru hedeflemesi stratejisinin savunucularına göre, bu strateji, mali kurumların iyileşmesine ve sıkı bir bütçe yönetiminin sürdürülmesine katkı sağlar. Çünkü parasal otoritenin sabit bir kur politikası uygulamak zorunda olması, siyasal iktidarların kamu açıklarını finanse etmek üzere, para arzını arttırma yönünde baskı uygulamalarını engeller. Ancak hemen belirtmek gerekir ki, siyasal iktidarların kamu harcamalarını finanse etmede kullanacakları tek yöntem, para arzını genişletmek değildir. Katı döviz kuru hedeflemesinin uygulandığı dönemlerde, ulusal paranın aşırı değer kazanması nedeniyle, dışarıdan borçlanmak son derece cazip bir

finansman yöntemi haline gelir. Bu olanaktan yararlanan siyasal iktidarlar, kamu maliyesinde disiplin sağlayacak reformları ertelemekte bir sakınca görmezler.

1.3. Enflasyon Hedeflemesi

1.3.1. Enflasyon Hedeflemesinin İşleyişi

Enflasyon hedeflemesi, gelecek bir ya da birkaç yıl için nokta veya aralık olarak tanımlanmış bir enflasyon hedefinin belirlenerek kamuoyuna duyurulması olarak tanımlanan bir para politikası rejimidir⁹. Uzun dönemde düşük ve istikrarlı enflasyonun para politikasının öncelikli ve nihai amacı olduğuna ilişkin yasal taahhüdün bulunması söz konusu rejimin belirleyici özelliklerindedir. Enflasyon hedeflemesi, enflasyon oranını düşürmek için kullanılan bir yöntem değil, dezenflasyon sürecinin ardından ekonomide fiyat istikrarının izlenmesi ve kontrol altına alınması için çapa görevi gören bir hedefleme rejimidir.¹⁰ Enflasyon hedeflemesinin diğer önemli özellikleri arasında merkez bankasının parasal büyüklükler veya nominal döviz kurları gibi başka bir nominal değişkene ilişkin bir hedefe ulaşılmasına yönelik kesin bir taahhüdün olmaması gerekliliği, para otoritelerinin planları, amaçları ve kararları ile ilgili kamuoyu ve piyasalarla iletişim kurmak yoluyla şeffaf bir para politikası stratejisi izlemeleri ve merkez bankasının enflasyona ilişkin hedeflerine ulaşmada hesap verebilirlik ve güvenilirliğinin artırılması yer almaktadır.¹¹

1990'lı yıllardan itibaren birçok gelişmiş ülke para politikası rejimi olarak enflasyon hedeflemesini uygulamaya başlamıştır. Parasal büyüklük hedeflemesi veya

⁹ Ufuk Hazırolan, **Inflation Targeting :Japanese Case and Propects for Turkey**, Ankara: Türkiye 1999: 350

¹⁰ Hazırolan, 1999: 352

¹¹ Frederic S. Mishkin, **“One Decade of Inflation Targeting in the World:What Do We Know and What Do We Need To Know”**, New York, NBER Working Papers 1999: 276

sabit kur rejimi uygulamalarından başarısız sonuçlar elde edilmiş olması bu ülkelerin enflasyon hedeflemesine geçmelerine neden olmuştur.¹²

Enflasyon hedefi uygulaması ülkeler arasında farklılıklar gösterse de, bu uygulamaların ortak bir takım özellikleri bulunmaktadır. Bu özellikler şunlardır¹³;

- 1) Orta vadeli sayısal bir enflasyon oranı hedefinin kamuoyuna ilanı,
- 2) Uzun dönemde para politikasının öncelikli hedefinin fiyat istikrarının sağlanması ve enflasyon hedefine ulaşılması olması ve buna ilişkin yasal bir taahhüdün bulunması,
- 3) Para politikası uygulamasında mali kuruluşların geleceği öngörmelerine ve kararlarını buna göre almalarına imkân tanıyan şeffaflığın sağlanması
- 4) Merkez bankalarının kontrol yeteneklerini güçlendirmesi ve para politikasının öncelikli hedefinin fiyat istikrarının sağlanması ve enflasyon hedefine ulaşılmasında güvenilirliğin artırılması.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıya ulaşabilmesi için bazı makroekonomik, kurumsal ve operasyonel koşulların yerine getirilmesi gerekmektedir. Bu koşullardan ilki, merkez bankasının para politikasını uygulamada araç bağımsızlığına sahip olmasıdır. ikincisi, enflasyon hedefi dışında ücretler, istihdam seviyesi veya nominal döviz kuru gibi para otoritelerini bağlayıcı başka bir hedefin olmamasıdır. Üçüncüsü, merkez bankasının, uygulanan para politikasının temel yönlerini kamuoyuna yeterli şeffaflığa sahip olmasıdır. Dördüncü olarak, enflasyon hedeflemesi uygulanmak istenen bir ekonomide mali baskınlığın yer almaması ve mali disiplinin sağlanmış olması gerekmektedir. Ayrıca, enflasyon hedeflemesi uygulanacak bir ülkede, para politikasının güvenilirliğini artırmak

¹² Bernanke, Ben, and Frederic S. Mishkin, "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?" **NBER Working Papers**, January (1997): 5893

¹³ Hızırolan, 1999: 354

amacıyla mali sistemde istikrar sağlanmalıdır. Bunların dışında, etkin bir para politikası uygulaması için yeterli derecede gelişmiş mali piyasaların varlığı kaçınılmaz olmaktadır. Son olarak, enflasyon oranı ile para politikası araçları arasında istikrarlı ve öngörülebilir bir ilişkinin bulunması gerekmektedir. Son yıllarda, bazı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin enflasyon hedeflemesine geçmesi ve başarılı sonuçlar elde etmesi üzerine, Türkiye’de de para otoritelerince enflasyon hedeflemesi uygulaması gündeme gelmiştir. Bu nedenle, enflasyon hedeflemesinin özelliklerinin, avantajlarının, dezavantajlarının ve önkoşullarının incelenmesi önemli hale gelmiştir.

1.3.2. Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşulları

Bu bölümde, ilk olarak, enflasyon hedeflemesinin önkoşulları ile bazı ülkelerde uygulanabilirliğini değerlendiren çalışmaların yer aldığı literatür taraması yapılmıştır. Daha sonra, enflasyon hedeflemesinin önkoşulları incelenmiştir. Bu önkoşullar, merkez bankası bağımsızlığı, merkez bankasının sadece enflasyon hedefine yönelik bir taahhüdünün bulunması, hesap verebilirlik ve şeffaflık, mali baskınlığın olmaması, güçlü mali piyasaların varlığı ve para politikası araçları ile enflasyon arasında istikrarlı ve öngörülebilir bir ilişkinin bulunması olarak belirlenmiştir.

Literatürde para politikası rejimi olarak enflasyon hedeflemesini teorik ve ampirik olarak inceleyen birçok çalışma bulunmaktadır. Bunlardan bazıları enflasyon hedeflemesinin önkoşullarını tartışmaktadır. Diğerleri, ampirik modeller yardımıyla belirli ülkelerde enflasyon hedeflemesinin uygulanıp uygulanamayacağını değerlendirmesini yapmışlardır. Enflasyon hedeflemesinin önkoşullarını inceleyen çalışmalar aşağıda yer almaktadır:

Carare, Schaecheter, Stone ve Zelmer (2002) özellikle gelişmekte olan ÷lkelerde enflasyon hedeflemesi için gerekli önkoşulları belirlemişlerdir. Söz konusu önkoşulları 4 başlık altında incelemişlerdir: enflasyon hedefine ulaşmak için kesin taahhüdün bulunması ve enflasyon hedefine ulaşmada hesap verebilirlik; makroekonomik istikrar; yeterli derecede gelişmiş ve istikrarlı mali sistem; para politikası uygulamasında etkin politika araçlarının kullanılması. Ayrıca, önkoşulları sağlamak için bazı ÷lkelerce alınmış önlemleri sıralamışlarıdır.

Khan (2003), özellikle gelişmekte olan ÷lkelerde enflasyon hedeflemesinin başarıya ulaşması için gerekli önkoşulları incelemiştir. Bu önkoşulları, fiyat istikrarının sağlanmasının para politikasının öncelikli hedefi olduğuna ilişkin kesin taahhüdün bulunması, para politikası uygulamasında merkez bankasının belirli ölçüde bağımsız olması, enflasyon hedefine ulaşmada merkez bankasının hesap verebilirliğinin bulunması, para politikasının özellikleri ve amaçları hakkında kamuoyu bilgilendirme konusunda merkez bankasının yeteri kadar şeffaf olması ve para politikası uygulamasında para otoritelerine yol gösterecek operasyonel çerçevenin varlığı olarak belirlemiştir. Gelişmekte olan ÷lkelerin söz konusu koşulları sağlamaya yönelik iki önemli sorununun olduğu sonucuna varmıştır: Yüksek miktarda sermaye hareketleri nedeniyle merkez bankasının döviz piyasasına sık sık müdahale etmek zorunda kalması ve dolarizasyona maruz kalmış bu ÷lkelerde para politikası uygulamalarının enflasyon hedefi üzerindeki etkisinin sınırlı kalması sebebiyle para politikasının etkin olamaması.

Kadıoğlu, Özdemir ve Yılmaz (2000), gelişmekte olan ÷lkelerde enflasyon hedeflemesinin önkoşulları ve uygulanabilirliğini tartışmışlardır. Gelişmekte olan ÷lkelerde enflasyon hedeflemesi rejiminin genel özelliklerini incelemiş ve ÷lke örneklerine yer vererek gelişmekte olan ÷lkelerde enflasyon hedeflemesinin

uygulanabilirliğini tartışmışlardır. Birçok gelişmekte olan ülkede, enflasyon hedeflemesinin önkoşullarının sağlanmadığı ve başarılı enflasyon öngörüsü yapmalarını sağlayacak güçlü modellerin bulunmadığı sonucuna varmışlardır. Söz konusu ülkelerin çoğunda enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmek için henüz erken olduğunu iddia etmelerine rağmen, ele aldıkları örnek gelişmekte olan ülkelerde, enflasyon hedeflemesinin başarılı sonuçlar verdiğini göstermişlerdir.

Enflasyon hedeflemesinin genel kabul görmüş iki esas ön koşulu bulunmaktadır. Merkez bankası bağımsızlığı ve enflasyon hedefi dışında para otoritelerini bağlayıcı başka herhangi bir hedefin olmaması. Bunların yanında, enflasyon hedeflemesinin etkin olarak uygulanabilmesi için fiyat endeksi seçimi, hedefleme dönemi, bant genişliği, optimal oran ve hesap verebilir bir merkez bankası özelliklerinin de düzenlenmesi gerekmektedir.

1.3.2.1 Merkez Bankasının Bağımsız Olması

Enflasyon hedeflemesinin önkoşullarından biri, merkez bankasının para politikasını uygulamada bağımsız olmasıdır. Burada sözü edilen merkez bankasının para politikası hedeflerini belirlemede bağımsız olması anlamına gelen amaç bağımsızlığı değil, hedeflenen enflasyon oranına ulaşabilmek için kullanacağı para politikası araçlarını serbestçe belirleyebilmesi ve kullanabilmesi anlamına gelen araç bağımsızlığıdır.¹⁴

Hedef enflasyon oranının hükümet, merkez bankası veya ikisinin beraber belirlemesinin ardından söz konusu hedefe ulaşabilmek için merkez bankası elindeki enstrümanları serbestçe seçebilmeli ve kullanabilmelidir. Enflasyon hedeflemesi uygulayan birçok ülkede, hedef enflasyon oranının belirlenmesinde hükümete de rol

¹⁴ Gunnar Jonsson, *The Relative Merits and Implications of Inflation Targeting for South Africa*, Washington: D.C, (1999): 387

verilmektedir. Bu, hükümetin mali politikalarını uygularken enflasyon hedefine ulaşılmasına destek olacağı anlamına geleceği için enflasyon hedeflemesi rejiminin güvenilirliğini artırmaktadır. Hedef enflasyon oranının belirlenmesinde hükümetin de yer alması, merkez bankasının uyguladığı para politikasının öncelikli hedefinin enflasyon hedefine ulaşılması olduğuna ilişkin kesin bir taahhüdün olmadığı ülkelerde, rejimin etkinliği açısından daha yararlı olmaktadır. Bununla birlikte, sık sık hükümet değişikliklerine maruz kalan ülkelerde, merkez bankasının bu konuda yetkisini hükümetle paylaşması enflasyon hedeflemesi rejiminin güvenilirliğine zarar verebilmektedir. Genel olarak, fiyat istikrarının sağlanmasının para politikasının öncelikli hedefi olduğunun merkez bankası kanununda belirtildiği ülkelerde, hedef enflasyon oranını merkez bankaları kamuya duyurmaktadır. Hedefin merkez bankası tarafından duyurulması, hükümetin merkez bankasına para politikası hedeflerini belirlemede yetkiyi verdiği anlamına da gelmektedir.¹⁵

Araç bağımsızlığı, mali baskınlığın olmamasını, istikrarlı ve güçlü mali sektörün varlığını gerektirmektedir. Para politikasının hükümetin finansman ihtiyacına göre belirlendiği mali baskınlık durumunda, merkez bankasının öncelikli hedefi, fiyat istikrarı olmaktan çıkmakta ve enflasyon hedefine ulaşması güçlenmektedir. Bu durumda, kamu sektörü gelirleri büyük ölçüde senyoraj gelirlerinden veya devlet tahvili ihraçlarından sağlanmaktadır. Kamu finansmanının senyoraj gelirlerinden sağlandığı ülkelerde, kamuda gelecekte herhangi bir zaman diliminde, mali krizin önlenmesi amacıyla mali desteğe ihtiyaç duyulacağı beklentisi oluşmakta ve merkez bankasının itibarı zedelenmektedir. Mali kriz oluştuğunda ise,

¹⁵ Alina Carare, Andrea Schaechter, Mark Stone ve Mark Zelmer, **Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting**, 7 Ed., Washington :D.C, (2002): 712

söz konusu mali destek uygulanmakta olan para politikasına ek bir yük getirmektedir.¹⁶

1.3.2.2 Mali Baskının Olmaması

Merkez bankası tarafından başarılı bir para politikası stratejisi uygulaması için, uygulanmakta olan para politikalarının maliye politikaları tarafından desteklenmesi gerekmektedir. Aksi takdirde, para politikasının etkileri maliye politikası tarafından etkisiz duruma getirilebilir. Bu, enflasyon hedeflemesi stratejisinde olduğu kadar diğer para politikası rejimleri için de geçerlidir.¹⁷

Enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde uygulanan para politikasının mali nitelikli gelişmelerle zora sokulmaması, yani, ülkenin mali baskınlığının herhangi bir belirtisini taşınamaması gerekmektedir. Genel olarak mali baskınlığının olmaması, kamunun merkez bankasının kaynaklarına çok az veya hiç başvurmaması, hükümetin geniş tabanlı gelire sahip olması, dolayısıyla senyoraaj gelirlerinin ortadan kaldırılması ve mali piyasaların devlet borçlanma araçlarını emebilecek derinlikte olması gerektiği anlamına gelmektedir. Bu koşulların sağlanmaması halinde, mali kaynaklı enflasyonist baskılara karşı kırılgan hale gelen bir ülkede, emek ve sermaye piyasaları fiyatlandırmalarında kullanılan endekslerde bir takım tutarsızlıklar oluşmaktadır. Mali baskınlığının yol açtığı enflasyonist süreç, nominal bir hedefe ulaşmada para politikasının etkinliğini azaltmaktadır.¹⁸ Ayrıca mali baskınlık, monetizasyon yoluyla finanse edilen yüksek bütçe açıklarına yol açmaktadır. Bu durumda, yerli para değer kaybetmekte, para otoritelerine olan güven sarsılmakta ve

¹⁶ Mohsin S. Khan, **M.S Current Issues in the Design and Conduct of Monetary Policy**, Washington: D.C, (2003): 491

¹⁷ Bayram Çolakoğlu, “Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş Bağlamında T.C. Merkez Bankası Bağımsızlığının Fonksiyonelliği”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi** (2002): 4

¹⁸ Guy Masson, Miguel Savastano ve Sunil Sharma, “The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries”, **IMF Working Paper**, WP/170, October, (1997): 409

para otoriteleri fiyat istikrarını sağlamak amacıyla alternatif strateji arayışına zorlanmaktadır.¹⁹

Yüksek bütçe açığının monetizasyon yoluyla finansmanının en aza indirilmesiyle sağlanan güçlü mali yapı, enflasyon hedeflemesi stratejisinin güvenilirliğini artırmakta ve enflasyonu düşürmenin reel maliyetlerini sınırlamaktadır. Enflasyon hedeflemesi çerçevesinde güçlü mali yapının varlığının önemi, ülkenin enflasyona ilişkin geçmişine, hükümetin kısa dönemli ve öncelikli mali açıkları karşılamak amacıyla yaptığı girişimlerin para politikası üzerindeki etkilerine ve hükümetin finansman ihtiyacını gidermek için mali piyasalardaki borçlanma yeteneğine bağlıdır. Mali yapıdaki söz konusu başlangıç durumları, enflasyon hedeflemesinin güvenilirliğini artırmak amacıyla gereken merkez bankasının hükümeti finanse etmesine ilişkin limitler veya uygulanacak mali kurallar gibi kurumsal ayarlamaların belirlenmesini sağlamaktadır.²⁰

Kamu açıklarının merkez bankası tarafından finanse edildiği veya hükümetin finansman ihtiyacını gidermek için mali piyasalardaki borçlanma yeteneğinin zayıf olduğu yüksek enflasyon geçmişine sahip ülkelerde, enflasyon hedeflemesi stratejisinin güvenilirliğini sağlamak açısından güçlü mali yapının varlığı önemli bir önkoşuldur. Geçmiş enflasyon verilerinin bulunmaması ve kamu açıklarının finansmanı için hükümetin mali piyasalarda etkin bir şekilde borçlanamaması nedeniyle kamuoyunda, mali önceliklerin enflasyon hedeflemesini arka plana ittiği şeklinde bir kanı oluşabilmektedir. Hükümetin yüksek borç stokunun bulunması ve ekonominin şoklara karşı kırılgan bir yapıya sahip olması da enflasyon

¹⁹ Çolakoğlu, (2002): 4

²⁰ Carare ve diğ. (2002): 712

hedeflemesinin para otoritelerince ikincil plana atılıp atılmayacağına belirlenmesinde rol oynamaktadır.²¹

Kamu açıklarının merkez bankası tarafından monetizasyon yoluyla kapatılacağına ilişkin kaygıları gidermek için gerçekleştirilmesi gereken kapatılacağına ilişkin kaygıları gidermek için gerçekleştirilmesi gereken kurumsal ayarlamaların başında merkez bankasına araç bağımsızlığının kazandırılması ve hükümetin merkez bankası tarafından finansmanına sınırlamalar getirilmesi gerekmektedir. Merkez bankası finansmanına getirilen kısıtlamalar, kamu açıklarının kapatılması çabalarının, enflasyonist baskılara yol açmayacağı veya merkez bankasının mali sistemdeki likidite miktarını kontrol etme yeteneğini olumsuz etkilemeyeceğini temin etmektedir. Enflasyon hedeflemesi uygulaması öncesinde bu koşulların sağlanması, kamuoyunun rejime olan güveninin artmasına katkıda bulunmaktadır. Enflasyon hedefini hükümet ile merkez bankasının birlikte belirlemesi para politikası ile maliye politikası arasındaki çatışmaları önlemektedir.

1.3.2.3 Esnek Döviz Kurunun Benimsenmesi

Uzun yıllar sabit döviz kuru rejiminin uygulanması enflasyon hedeflemesinin tek bir hedefe yönelik taahhüdün olmasına ilişkin önkoşulun sağlanmasını engellemiştir. Ancak, 2001 yılının şubat ayında Türkiye, başarılı bir enflasyon hedeflemesi için gerekli olan dalgalı döviz kuru rejimine geçmiştir. Ayrıca tek bir hedefe yönelik taahhüdün olması koşulu, fiyat istikrarının sağlanmasına öncelik veren ve fiyat istikrarı ile uyumlu olduğu sürece banka hedeflere ulaşılmasının desteklenmesini öngören yeni Merkez Bankası Kanunu ile de desteklenmektedir. Yeni Merkez Bankası Kanunu, merkez bankasının hesap verebilirliğini artıran para

²¹ Carare ve diğ. (2002): 712

politikası uygulamasında kamuyu bilgilendirerek şeffaf bir yol izlenmesini de zorunlu kılmaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM

2. DÖVİZ KURU İLE ENFLASYON ORANI ARASINDAKİ İLİŞKİ

Enflasyon oranının çeşitli belirleyicileri mevcuttur. Bu belirleyiciler ülke ekonomileri için farklılık göstermektedir. Para arzı, çıktı açığı, enflasyon beklentileri gibi faktörler bunlardan bir kaçıdır. Enflasyon oranının önemli bir belirleyicisi ise döviz kurudur. Bir diğer deyişle döviz kurundaki değişim oranıdır.²²

Döviz kuru şoklarının fiyatlar üzerindeki etkisi her zaman iktisatçıların önem verdiği konulardan biri olmuştur. Özellikle 2000'li yıllar öncesinde yaygın bir şekilde uygulanmakta olan sabit döviz kuru hedeflemesi stratejisi, döviz kuru ile enflasyon oranı arasındaki ilişkinin oldukça güçlenmesine neden olmuştur. 1990'lı yılların başından itibaren dünyadaki birçok ülkenin enflasyon hedeflemesi stratejisini benimsemeye başlamasıyla birlikte ise esnek döviz kuru rejiminin benimsenmesi, temelde döviz kuru ile enflasyon oranı arasındaki ilişkinin nispeten daha zayıf olmasını beklemekte ve arzu etmektedir.

Türkiye ekonomisinde de 2002 yılının başından itibaren örtük, 2006 yılının başından itibaren ise açık enflasyon hedeflemesi rejimi benimsenmiştir.²³ 2002 yılından önce uygulanan sabit döviz kuru hedeflemesi stratejisi ile birlikte döviz kuru ile enflasyon oranı arasındaki ilişki oldukça güçlü bir hal almıştır. Enflasyon

²² Enflasyon modelleri incelendiğinde enflasyonu etkileyen değişkenlerin ortak olanları enflasyon beklentileri, çıktı açığı, para arzı ve döviz kurudur.

²³ Haydar Akyazı ve Aykut Ekinci, “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Performansı: Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye Karşılaştırması”, **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt XXIV, Sayı 1, (2008): 21

hedeflemesine geçilmesiyle birlikte ise bu ilişkinin görece azalması beklenmekte ve hedeflenmektedir.

Çalışmanın bu bölümünde ilk etapta döviz kuru ile enflasyon oranı arasındaki ilişki, döviz kuru geçişkenliği kavramı üzerinden tanımlanacaktır. Döviz kuru geçişkenliğini sağlayan kanallar incelendikten sonra uygulanan kur sistemleri ile döviz kuru geçişkenliği arasındaki ilişki incelenecektir.

2.1. Döviz Kuru Geçişkenliği

2.1.1. Döviz Kuru Geçişkenliğinin Tanımı

Döviz kuru ile enflasyon oranı arasındaki ilişki literatürde döviz kuru geçişkenliği (exchange rate pass-through) olarak ifade edilmektedir. Döviz kuru geçişkenliği, döviz kuru değişim oranında, bir diğer deyişle ulusal paranın yabancı paralar karşısındaki değerinin değişim oranında meydana gelecek bir değişikliğin yurtiçi enflasyon oranı üzerindeki etkisine verilen isimdir. Bu kavram ilk kez Goldberg ve Knetter (1997) kullanılmıştır.²⁴ Ancak yazarlar döviz kuru değişim oranının ithalat fiyatları üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Zaman içinde bu kavram ithalat fiyatlarını değil, genel fiyatları içerecek bir şekilde genişletilmiştir.

2.1.2. Döviz Kuru Geçişkenliğini Sağlayan Kanallar

Döviz kurunun enflasyon oranı üzerindeki etkisi çeşitli kanallardan belirlenmektedir. Bu kanalları basitçe üç başlıkta incelemek mümkündür: Tüketici fiyatları kanalı, üretici fiyatları kanalı ve endekslemedir.²⁵

²⁴ Goldberg L. and Knetter M. M., "Goods Prices and Exchange Rates: What Have we Learned?", **Journal of Economic Literature**, September, Vol 35, Issue 3 (1997): 1243

²⁵ Kara ve diğerleri, (2007): 16

2.1.2.1 Tüketici Fiyatları Kanalı

Tüketici fiyatları kanalı, Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) aracılığıyla işlemektedir. Bilindiği üzere TÜFE, hanehalkının en fazla tükettiği mal ve hizmet sepeti aracılığıyla hesaplanan bir endekstir. Bu sepet içerisinde 446 adet mal veya hizmet yer almaktadır.²⁶ Bu mal ve hizmetlerin bir kısmının yurtiçinde üretilmediği, dışarıdan ithal edildiği aşikârdır. Dışarıdan ithal edilen malların fiyatlarının da ulusal para cinsinden değil, ya ithal edilen ülkenin ulusal parası cinsinden ya da euro-dolar gibi dış ticarete yoğun bir şekilde kullanılan paralar cinsinden belirlendiği bilinmektedir.

Döviz kurundan meydana gelecek bir değişim, ithal edilen mal ve hizmetlerin yabancı para cinsinden fiyatları sabit olsa bile, ulusal para cinsinden fiyatlarının değişmesine neden olacaktır. Örneğin, Amerikan Doları'nın Türk Lirası karşısındaki değerinin artması veya bir diğer deyişle Türk Lirası'nın Amerikan Doları karşısında değer kaybetmesi, bu malın Türk Lirası cinsinden ifade edilen fiyatının yükselmesine neden olacaktır. Bu durumda TÜFE içerisinde bu malın fiyatının payı artacak ve sepetteki diğer tüm malların fiyatları sabitken TÜFE endeksinin değeri yükselecektir. Bu da yurtiçi fiyatların artacağı anlamına gelmektedir. Bir diğer deyişle enflasyon süreci yaşanacaktır.

Yukarıdaki ifadelerden de anlaşılacağı gibi döviz kuru değerindeki artış oranı, ilk etapta TÜFE sepeti içerisindeki ithal mal ve hizmetlerin fiyatını yükselteceği için ithalat fiyat endeksini yükseltecektir. İthalat fiyat endeksindeki artış oranı da genel fiyat oranını artıracaktır.

²⁶ Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK), **Tüfe ve Üfe Madde Sepetleri İle Madde Ağırlıkları Güncellenmiştir**, <http://www.tuik.gov.tr/jsp/duyuru/upload/kamuoyuduyuru26012010.pdf> [Erişim tarihi 5 Haziran 2011]

Tüketici fiyatları kanalı sadece ithal mallar üzerinden değil, aynı zamanda ithalata rakip mallar üzerinden de gerçekleşmektedir. Örneğin, ithal bir ayakkabının alternatifi olan ve yurtiçinde üretilen başka bir ayakkabının fiyatı, rekabet koşulları gereği döviz kurundan etkilenebilmektedir. Kurun artmasıyla birlikte yurtdışında üretilen malın ulusal para cinsinden fiyatı yükselmektedir. Bu durum, yurtiçinde benzer malı üreten üreticilere de fiyatlarını artırma imkânı sunmaktadır. Bu fiyat artışında azalan rekabet koşulları önemli bir etkide bulunmaktadır.

Tüketici fiyatları kanalının etkisinin büyüklüğü, TÜFE sepeti içinde yer alan mal ve hizmetlerin ne kadarının ticarete konu olan mallardan oluştuğuyla ilgilidir. Türkiye'de TÜFE sepeti incelendiğinde, TÜFE sepeti içindeki mal ve hizmetlerin yaklaşık %72'sinin ticarete konu olan mal ve hizmetlerden oluştuğu gözlenebilir.²⁷

2.1.2.2 Üretici Fiyatları Kanalı

Üretici fiyatları kanalı ise Üretici Fiyat Endeksi (ÜFE) aracılığıyla işlemektedir. Bilindiği üzere ÜFE sepetinde üretim sürecinde kullanılan girdiler yer almaktadır. Bu girdilerin önemli bir kısmı yurtdışından ithal edilmektedir. Döviz kurunda meydana gelen bir değişim, bu girdilerin ulusal para cinsinden fiyatlarının değişmesine neden olarak ÜFE'nin değerinin değişmesine yol açmaktadır. Örneğin, bir araba üretiminde kullanılan bir ithal parçanın Amerikan doları cinsinden fiyatı sabitken döviz kurunun artması, bu parçanın ulusal para cinsinden fiyatının artmasına yol açacaktır. Bu durumda ÜFE sepeti içerisinde yer alan tüm girdilerin fiyatları sabit varsayıldığında ÜFE sepetinin değeri yükselecektir. ÜFE sepetindeki artış, firmaların üretim maliyetlerinin arttığı anlamına gelmektedir. Maliyelerdeki artış, firmaların

²⁷ Serkan Çiçek, "Küreselleşme ve Enflasyon: Küresel Çıktı Açığı Hipotezi – Türkiye Örneği", **Yayımlanmamış Doktora Tezi**, (2009): 97

malların fiyatlarını artırmalarına neden olacak ve bu da yurtiçi enflasyon oranının artmasıyla sonuçlanacaktır.

Üretici fiyatları kanalının etkisinin büyüklüğü, üretim sürecinin üretim sürecinde kullanılan girdilere olan bağımlılığı ile ilişkilidir. Eğer girdi bağımlılığı yüksekse, döviz kurunda meydana gelen değişim, bu üretim sürecindeki maliyetleri hızlı bir şekilde artıracaktır. Ancak bu girdinin yurtiçinde bir ikamesi söz konusu ise, bir diğer deyişle bağımlılık ilişkisi görece daha düşük ise, bu durumda döviz kurunun yurtiçi fiyatlar üzerindeki etkisi nispeten daha düşük olacaktır.

2.1.2.3 Endeksleme

Döviz kurunun yurtiçi fiyatlar üzerindeki etkisini açıklayan bir diğer teori ise endeksleme olarak adlandırılmaktadır. Endeksleme kavramı ilk kez Montiel ve Ostry (1993) tarafından kullanılmıştır. Buna göre döviz kuru değişim oranında meydana gelen bir artış, enflasyon beklentilerinin artmasına neden olarak enflasyon oranında bir artışa yol açmaktadır.²⁸

Endeksleme olgusu da iki kanaldan gerçekleşmektedir. Birincisi üretimin temel belirleyicisi olarak karşımıza çıkan işçi ücretleri kanalı, ikincisi ise firmaların fiyat belirleme kanalı. Bu kanallar ile daha çok sabit kur sistemi izleyen ülkelerde karşılaşılmaktadır.

İşçi ücretleri kanalında işçilerin ücret taleplerinin temel şekillendiricisi, döviz kurunda meydana gelen değişim oranıdır. Döviz kuru hem rahat gözlemlenebildiği için hem de anlık olarak takip edilebildiği için işçilerin ücret taleplerinde önemli bir yer tutmaktadır. Döviz kurundaki artış karşısında işçiler fiyatların artacağı beklentisine girmekte, bu beklentiyle işverenden daha yüksek ücret talep etmektedir.

²⁸ Montiel P and Ostry J. D., "Is the Parallel Market Premium a Reliable Indicator of Real Exchange rate Misalignment in Developing Countries", **IMF Working Papers**, 93/70 (1993): 34

ücretlerdeki artış da üreticilere maliyet olarak yansımakta, onlar da bu maliyeti fiyatlara yansıtarak enflasyonun artmasına neden olmaktadır.

Firmaların fiyat belirleme kanalı da benzer bir biçimde işlemektedir. Firmalar sattıkları ürünlerin fiyatlarını belirlerken geleceğe dair fiyat beklentilerini ön planda tutmaya çalışırlar. Fiyat beklentilerini şekillendiren faktör ise döviz kurundaki değişim oranıdır. Döviz kuru değişim oranının seyrinin fiyat beklentilerine yön vermesi bir sonraki adımda fiyatların da değişmesine yol açmakta ve enflasyon oranını artırmaktadır.

Yukarıda ifade edilen kanalların tümü, uygulanan tüm para politikası stratejilerinde karşılaşılan sonuçlardır. Ancak uygulanan para politikası stratejisi, bu kanalların etkisinin büyüklüğü üzerinde etkili olmaktadır. Bu açıdan yukarıda ifade edilen ilişkilerin para politikası stratejisi ile birlikte ele alınması faydalı olacaktır.

2.2. Kur Stratejileri ve Döviz Kuru Geçişkenliği Beklentisi

Döviz kurundan enflasyon oranına geçiş, yukarıda da belirtildiği gibi her para politikası stratejisinde karşılaşılabilecek olağan bir durumdur. Ancak bu geçişin ölçüsü uygulanan para politikası stratejisi ile ilişkili olacaktır. Hatırlanacağı üzere döviz kurunun seyriyle ilgili iki tür para politikası stratejisi mevcuttur: sabit kur ve esnek kur. Şimdi bu alternatif kur politikaları altında döviz kurundaki değişimin yurtiçi fiyatlardaki değişikliğe etkisinin ne yönde beklendiğini ile ilgili analizimize geçelim.

2.2.1. Döviz Kuru Hedeflemesinde Kur Geçişkenliği

Döviz kuru hedeflemesi stratejisinde merkez bankaları, enflasyon oranını kontrol altına alabilmek için ulusal paranın yabancı para birimi karşısındaki

değerinde bir miktar kaybı göze almaktadır. Bu stratejide ülkedeki ulusal para miktarı, ülkeye giren yabancı para miktarının karşılığı ile sınırlandırılmaktadır. Bir diğer deyişle bu stratejide merkez bankaları ülkedeki ulusal para miktarını, döviz karşılığında belirlemektedir. Bu durum dövizin değeri ile enflasyon oranı arasında yakın ilişki kurulmasına neden olmaktadır.

Dövizin değeri ile yurtiçi fiyatlar arasında kurulan ilişki, ekonomik birimlerin enflasyon oranına ilişkin beklentileri üzerinde etkili olmaktadır. Bir diğer deyişle sabit kur sisteminde ekonomik birimlerin beklentilerini döviz kuru değişim oranı belirlemektedir. O halde döviz kuru değişim oranında meydana gelecek bir artış ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerini yukarı doğru çekebilecek ve bunun sonucunda da enflasyon oranı yükselecektir. Hatırlanacağı gibi bu ilişki yukarıda endeksleme kanalı başlığı altında incelenmişti.

Döviz kuru hedeflemesi stratejisinin en önemli özelliği, döviz kuru değişim oranı ile enflasyon oranı arasında çok sıkı bir ilişki doğuracak olmasıdır.²⁹ Bu durumda enflasyon modellerinde döviz kuru değişkeninin katsayısının yüksek bir değer alması beklenmektedir. Çalışmanın bir sonraki bölümünde Türkiye'de döviz kurundaki değişimin enflasyon oranına etkisi gösteren geçişkenlik katsayısının zaman içinde değişen parametreler aracılığıyla seyrinin ne yönde gerçekleştiği açıklanacaktır.

2.2.2. Enflasyon Hedeflemesinde Kur Geçişkenliği

Çalışmanın en başında da belirtildiği gibi günümüzde dünya GSYİH'sinin önemli bir kısmını üreten ülkelerin merkez bankaları tarafından izlenen para politikası stratejisi enflasyon hedeflemesi stratejisidir.³⁰ Enflasyon hedeflemesi

²⁹ Kara ve diğerleri, (2007): 5

³⁰ Dünya milli gelirinin yaklaşık %75'i enflasyon hedefleyen ülkeler tarafından üretilmektedir.

stratejisinde merkez bankaları enflasyon oranını nominal çapa olarak belirlemekte, döviz kurunu ise enflasyon oranını etkileyen bir değişken olarak dikkate almaktadır. Bu stratejide merkez bankaları kısa dönem faiz oranını belirleyerek ülkedeki üretim düzeyini etkilemekte, üretimin seyri ise enflasyon oranına yön vermektedir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin önkoşullarından biri esnek döviz kuru sistemidir. Merkez bankalarının faaliyet hedefi olarak sadece kısa dönem döviz kurlarını tercih etmesi ve döviz kurunun değeri ile ilgili bir taahhütte bulunmaması, bu stratejinin temel gerekliliklerinden birini teşkil etmektedir. Esnek kur sisteminde dövizin değerinin piyasada arz-talep koşulları tarafından belirlenmesi, bu değerinin günün her anında farklılaşabilmesine neden olmaktadır. Bu durumda ekonomik birimlerin gelecekle ilgili enflasyon beklentilerinde döviz kurundaki değişimi kısa vadede dikkate almaları mümkün olamamaktadır. Bu durum enflasyon beklentileri ile döviz kuru arasındaki bağı koparmaktadır. Enflasyon beklentileri ile gerçekleşen enflasyon arasında yakın bir ilişki olduğu göz önünde bulundurulduğunda esnek kur sisteminde, bir diğer deyişle enflasyon hedeflemesi stratejisinde döviz kuru ile enflasyon arasındaki ilişkinin zaman içinde azalması beklenmektedir. Bu açıdan bakıldığında 2002 sonrasında, enflasyon hedeflemesi döneminde Türkiye'de döviz kurundaki değişimin enflasyon oranına etkisi gösteren geçişkenlik katsayısının zaman içinde değişen parametreler aracılığıyla seyrinin ne yönde gerçekleştiği çalışmanın bir sonraki bölümünde açıklanacaktır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ VE DÖVİZ KURU GEÇİŞKENLİĞİ – TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Türkiye 2002 yılının başından itibaren örtük, 2006 yılının başından itibaren ise açık enflasyon hedeflemesi stratejisini benimsemiştir. Bu stratejiye geçişin ön koşulu olan esnek döviz kuru rejimini ise stratejiye geçiş öncesinde 21 Şubat 2001 tarihinde yaşanan krizi ile benimsemiştir. Çalışmanın bu bölümünde Türkiye ekonomisinde enflasyon hedeflemesi öncesinde ve sonrasında döviz kuru dinamiklerinde yaşanan değişimin seyri incelenmeye çalışılmıştır. Bu amaçla ilk etapta döviz kuru ve enflasyon oranının seyri incelenmiş, daha sonra ise döviz kuru geçişkenliği analiz edilmeye çalışılmıştır.

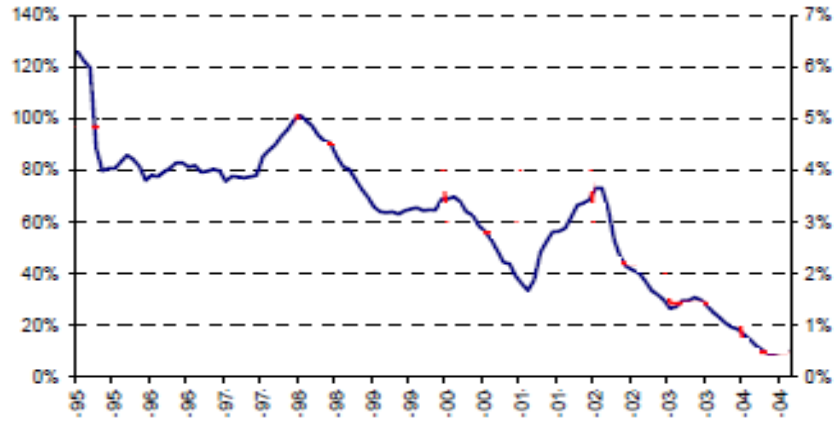
3.1. Türkiye Ekonomisinde Döviz Kuru ve Enflasyon Oranı Dinamikleri

Türkiye ekonomisi, uzun yıllar yüksek enflasyon tecrübesiyle yaşamış bir ülkedir. Yüksek enflasyonun düşürülebilmesi, kontrol altına alınabilmesi ve fiyat istikrarının sağlanabilmesi için çeşitli stratejiler izlenmiştir. Şu an uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi stratejisi öncesinde uygulanan politika sabit döviz kuru hedeflemesi stratejisidir. 2000 yılının başında uygulamaya konan bu stratejide merkez bankası ulusal paranın değerini $1\$ + 0.77 \text{ €}$ 'dan oluşan bir sepete bağlamıştır.³¹ Bu sepetin değerini ise yıl içinde belli bir oranda artırarak enflasyon oranını kontrol altına almaya çalışmıştır. Politikanın temel hedefi, ulusal paranın bu

³¹ Asaf Savaş Akat, “Dalgalı Kur ve Para Politikası: Bir Parasal Kural Önerisi”, İstanbul Bilgi Üniversitesi, **Gülten Kazgan’a Armağan: Cumhuriyet Dönemi Türkiye Ekonomisi**, (2004): 2

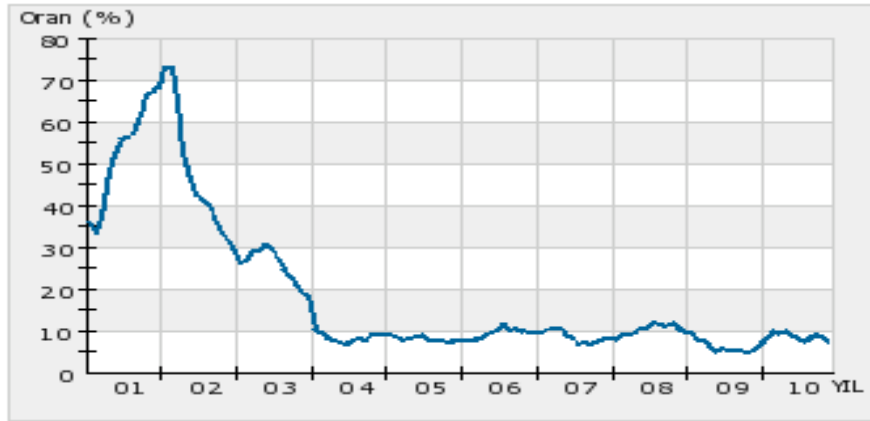
sepet karşısındaki değerinin belli bir oranda düşürülmesi, enflasyon oranının ise bu değer kaybı ölçüsünde gerçekleşmesidir. Zaman içinde bu değer kaybı oranının düşürülmesi hedeflenmiş, bu sayede enflasyon oranının da düşürülmesi benimsenmiştir. İki yıllık süreç sonunda da kur sepetinin değişim oranı için bir bant aralığın belirlenmesi benimsenmiş, bu bant aralığın zaman içinde daha da açılması, programın sonunda da bandın tamamen kaldırılması hedeflenmiştir.³² Ancak uygulanan politika 2001 Şubat döneminde başarısızlığa uğramış ve program çökmüştür. 2002 yılından itibaren ise enflasyon hedeflemesi stratejisi benimsenmiştir.

Şekil 1: Enflasyon Oranı (1995-2004)



Kaynak: TCMB

Şekil 2: Enflasyon Oranı (2001-2010)



Kaynak: TCMB

³² Erinç Yeldan, **Türkiye Ekonomisi**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No: 13256, (2009): 142

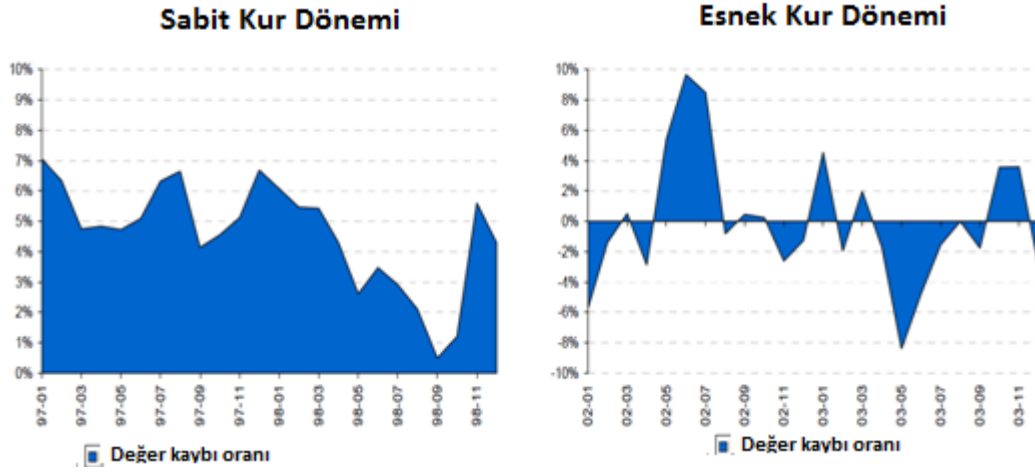
Enflasyon oranı Ocak 1995'te % 125'ten 2004 yılında % 10'a, 2010 yılında %6.4'e düşmüştür (Şekil 1 ve 2). Şekil 1 incelendiğinde krizin öncesinde enflasyon oranının %40 bandının altına düştüğü görülmektedir. Ancak krizle birlikte enflasyon oranı tekrar tırmanışa geçmiştir. 2001 krizinden sonra ise fiyat istikrarı çabası enflasyonu düşük seviyelere indirmeyi başarmış, enflasyon oranı 2010 yılına geldiğinde %6.4 düzeyine inmiştir. Şekil 1 ve 2 incelendiğinde enflasyon hedeflemesi stratejisinin performansının enflasyonu düşürme noktasında oldukça başarılı olduğu söylenebilir.

Kur dinamiği açısından bakıldığında ise 2001 krizi sırasında yaşanan en önemli değişikliğin esnek kur rejiminin kabul edilmesi olduğu söylenebilir. Döviz kuru rejimindeki değişiklik, döviz kuru dinamiklerine de yapısal bir değişim getirdi. Bu değişikliklerin esnek döviz kuru rejimi öncesi ve sonrası olmak üzere iki farklı dönemde incelenmesi gerekmektedir.

Döviz kuru dinamiklerindeki en önemli değişiklik kurun seyri ile alakalıdır. Sabit kur rejiminde ulusal para sürekli olarak değer kaybederken esnek kur rejimine geçilmesiyle birlikte ulusal paranın bazı dönemlerde değer kazandığı da görülmektedir. Bu durum kurun bir aşağı bir yukarı hareket ettiğinin bir göstergesidir. Şekil 3 bize döviz kuru değişim oranını göstermektedir. Şekil 3 (a) grafiği sabit kur rejiminin uygulandığı yılları göstermektedir. Şekilden de görülebileceği gibi bu dönemde kur sürekli olarak artış göstermiş, sadece artış değerleri dalgalanmıştır. Şekil 3'ün (b) grafiği ise esnek kur rejimi dönemini yansıtmaktadır. Bu dönemde döviz kuru hem yukarı hem de aşağı değişim gösterdiğinden piyasa hareketlerinin seyrini izlemek mümkündür. Esnek kur rejiminin döviz kurunun artış gösterdiği dönemleri, döviz talebinin döviz arzından daha fazla

olduğu dönemler olarak okumak mümkündür. Azalış gösterdiği dönemler ise döviz arzının nispeten daha fazla olduğu dönemlere karşılık gelmektedir.

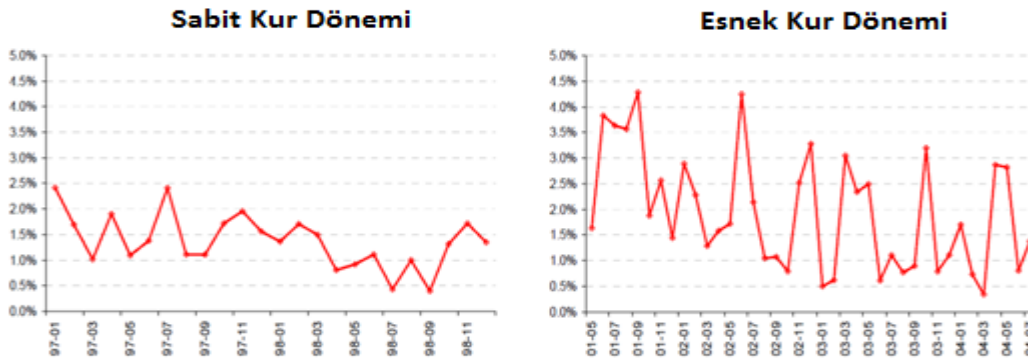
Şekil 3: Ulusal Paranın Değer Kaybı Oranı



Kaynak: Hakan Kara, Hande Küçük Tuğer, Ümit Özlale, Tuğer, Burç ve Eray M. Yücel, “Exchange Rate Regimes and Pass Through: Evidence From The Turkish Economy”, Journal of Contemporary Economic Policy, Vol: 25, No: 2 April (2007): 11

Sabit kur ve esnek kur dönemleri arasındaki en önemli farklılıklardan biri, döviz kurunun ay içindeki volatilitesindeki artıştır. Volatilité, döviz kuru sepetinin değişimini ifade etmektedir. Aşağıda Şekil 4 incelendiğinde sabit kur sistemindeki dönemde döviz kuru volatilitésinin, esnek kur dönemindeki volatiliteden görece daha düşük olduğu görülmektedir. Bu durum esnek kur sistemi ile birlikte döviz kuru oynaklığının da arttığına işaret etmektedir.³³

Şekil 4: Döviz Kuru Volatilitesi

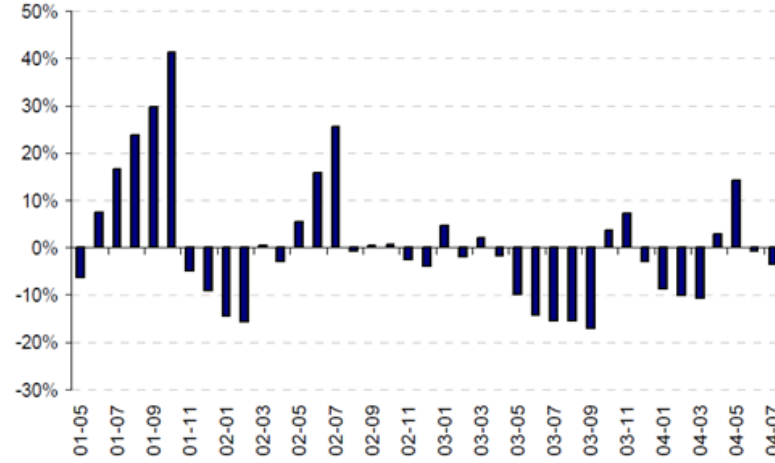


Kaynak: Kara ve diğerleri (2007): 11

³³ Kara ve diğerleri, (2007): 11

Değer kayıpları kümülatif olarak değerlendirildiğinde kriz döneminin hemen ertesinde önemli ölçüde arttığı görülmektedir (Şekil 5). İlerleyen dönemlerde ise daha düşük oranlarda değer kayıplarından bahsetmek mümkündür. Bir diğer farklılık ise değer kaybı ve değer kazancı dönemlerindeki asimetridir. Ulusal paranın değer kaybettiği dönemlerdeki değer kayıp oranları daha yüksek ve daha kısa seyretmektedir. Ulusal paranın değer kazandığı dönemlerde ise tersi bir şekilde daha düşük oranlarda ve daha uzun süreli olarak bir değer kazancı sürecinin yaşandığını görmekteyiz.

Şekil 5: Döviz Kuru Değişimlerinin Süresi ve Büyüklüğü



Kaynak: Kara ve diğerleri (2007): 11

3.2. Türkiye Ekonomisinde Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Döviz Kuru Geçişkenliği

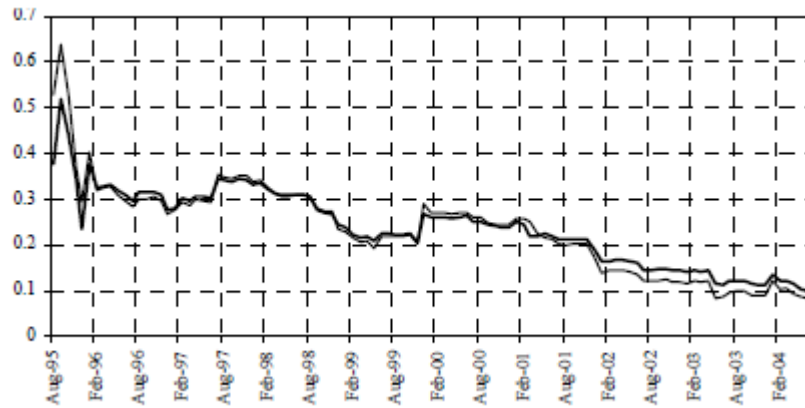
3.2.1. TÜFE Enflasyon Oranında Döviz Kuru Değişkenliği

Çalışmanın bu alt bölümünde tüketici fiyatlarındaki döviz kuru geçişkenliği incelenecek ve sonuçlar yorumlanacaktır. Tüketici fiyatları ile ilgili bulgular oldukça önemlidir. Keza bilindiği üzere enflasyon hedeflemesi rejiminde enflasyon hedefleri TÜFE üzerinden belirlenmektedir ve politikalar TÜFE hedefleri olarak

uygulanmaktadır. Bu açıdan bakıldığında TÜFE üzerindeki etkiler konumuz açısından da son derece önemli olacaktır.

Kara ve diğerleri (2005) tarafından yapılan çalışmada elde edilen bulgular çerçevesinde, döviz kurundan enflasyona geçişi ifade eden döviz kuru geçişkenliği katsayısı daha yakından incelendiğinde bu katsayının zaman içinde azaldığı görülmektedir.³⁴ Şekil 6 incelendiğinde sabit döviz kuru hedeflemesi döneminde döviz kuru geçişkenliği katsayısının 0.35 bandında seyrettiği görülmektedir. Yani döviz kuru sepetinde meydana gelecek %1'lik bir değişme, yurtiçi enflasyon oranını %0.35 oranında etkilemektedir. 1999 yılının sonunda sabit döviz kuru rejimine geçilmesinin bir sonucu olarak kur geçişkenliği katsayısı yukarı yönlü sıçramıştır. Bununla birlikte 2000 yılının başlarında azalmaya başlayan katsayı 2001 Şubat kriziyle artmıştır. 2001 krizinin hemen sonrasında bu katsayının azalmaya başladığı ve 0.15 platosunda seyretmeye başladığı görülmektedir. Bu durum enflasyon hedeflemesi stratejisinin teorik çerçevesi ile de örtüşmektedir. Yurtiçi enflasyonun belirleyiciliğinde döviz kurunun etkisi giderek azalmaktadır. Bir diğer deyişle politika değişikliği ile geçişkenlik katsayısı arasında uyum karşımıza çıkmaktadır

Şekil 6: Geçişkenlik Katsayısı (TÜFE)



Kaynak: Kara ve diğerleri (2007): 14

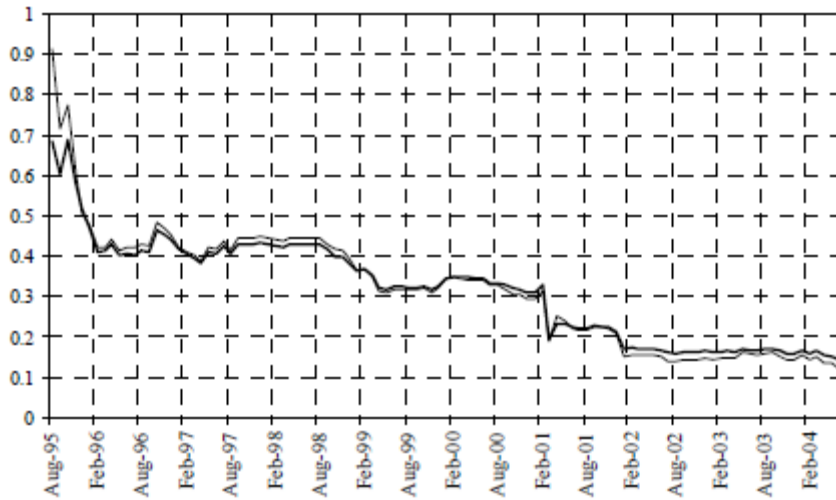
³⁴Hakan Kara, Küçük-Tuğer, Hande; Özlale, Ümit; Tuğer, Burç ve Yücel, Eray M. "Exchange Rate Regimes and Pass Through: Evidence From The Turkish Economy", **Journal of Contemporary Economic Policy**, Vol: 25, No: 2 April (2007)

Genel anlamda TÜFE ile ölçülen döviz kuru geçişkenliği katsayısının alt gruplar itibariyle seyri de son derece önemlidir. Bu bağlamda döviz kuru sepetinde değişimin ticarete konu olan mallar, ticarete konu olmayan mallar, gıda malları ve enerji malları olmak üzere dört alt kategoride değerlendirilmesi uygun görülmektedir.

3.2.1.1 Ticarete Konu Olan Malların Enflasyon Oranında Döviz Kuru Geçişkenliği

Şekil 7, döviz kurundaki değişimin ticarete konu olan malların fiyatları üzerindeki etkisini göstermektedir. Ticarete konu olan mallar doğal olarak döviz kurundaki değişimden görece daha fazla etkilenmelidir. Çünkü kurdaki bir değişiklik bu malların fiyatına daha fazla yansımalıdır. Bu da bu malların fiyatlarının artış oranı üzerinde daha etkili olmalıdır. Şekil 7 incelendiğinde sabit kur rejimi döneminde kur geçişkenliği katsayısının 0.40 düzeyinde seyrettiği görülmektedir. Kriz dönemine kadar bu katsayı değerine yakın değerler almış, Şubat krizinden sonra ise patika aşağı doğru kaymıştır.

Şekil 7: Geçişkenlik Katsayısı (Ticarete Konu Olan Mallar)



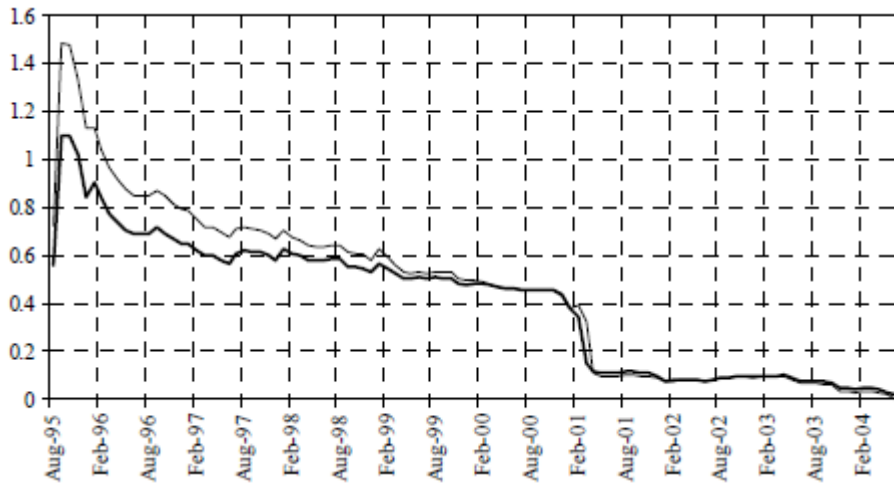
Kaynak: Kara ve diğerleri (2007): 16

Enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmesiyle birlikte ticarete konu olan malların döviz kurundan etkilenme derecesinde de önemli bir düşüş olmuştur. Şekil 7'den de görülebileceği gibi geçişkenlik katsayı değeri 0.15 platosuna oturmuştur.

3.2.1.2 Ticarete Konu Olmayan Malların Enflasyon Oranında Döviz Kuru Geçişkenliği

Ticarete konu olmayan malların fiyatlarının döviz kurundan daha az etkilenmesi beklenmektedir. Şekil 8 incelendiğinde sabit kur sisteminde bu durumun aksine ticarete konu olmayan malların döviz kurundan çok önemli ölçüde etkilendiği görülmektedir. Bu durum endeksleme davranışı ile açıklanabilir. Dış rekabetin olmadığı ticarete konu olmayan malların fiyatının da döviz kuruna bağlı olarak belirlenmesi, firmaların kar davranışının bir sonucu olarak değerlendirilebilir. Ancak enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle birlikte benimsenen esnek kur sistemi, rekabetin artmasında da önemli bir rol oynamıştır.

Şekil 8: Geçişkenlik Katsayısı (Ticarete Konu Olmayan Mallar)



Kaynak: Kara ve diğerleri (2007): 16

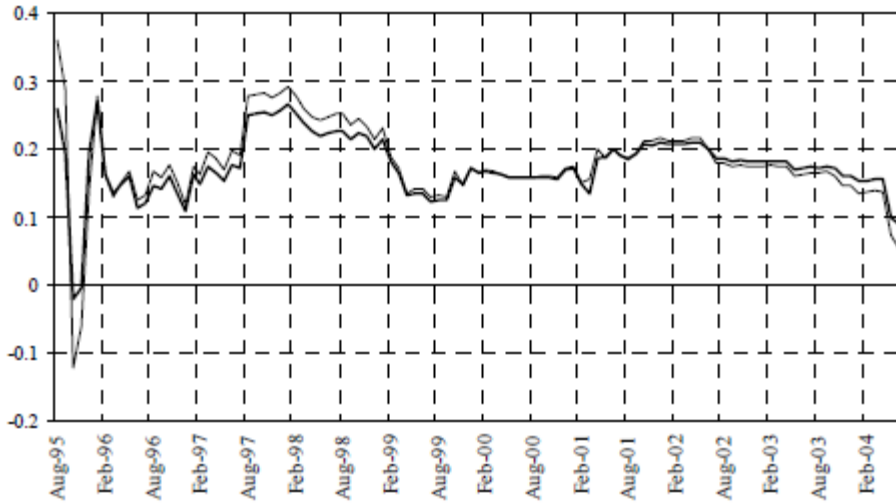
Ticarete konu olmayan mal ve hizmetlerin fiyatlarının yurtiçi arz ve talep koşulları çerçevesinde şekillendiği düşünüldüğünde bu katsayının düşük bir değer

alması kaçınılmaz görünmektedir. Nitekim bu katsayısının krizin hemen sonrasında büyük ölçüde azalarak 0.10 değerine yaklaşması, beklenen durumun gerçekleştiği biçiminde yorumlanabilir.

3.2.1.3 Gıda Ürünlerinin Enflasyon Oranında Döviz Kuru Geçişkenliği

Gıda ürünlerine ilişkin geçişkenlik katsayısı değerleri, bundan önceki iki alt fiyat grubu olan ticarete konu olan ve olmayan mallar grubundan farklılık arz etmektedir. Şekil 9 incelendiğinde geçişkenlik katsayısının izlediği platoda önemli bir değişiklik olmadığı görülmektedir. Her ne kadar enflasyon hedeflemesi stratejisinin başladığı 2002 tarihinden itibaren bir azalma görülse de bu azalmanın çok anlamlı bir azalma olmadığı görülmektedir. Bu durum gıda ürünlerinin döviz kuru ile ilişkisinin zayıf olduğu biçiminde yorumlanabilir.

Şekil 9: Geçişkenlik Katsayısı (Gıda Ürünleri)



Kaynak: Kara ve diğerleri (2007): 17

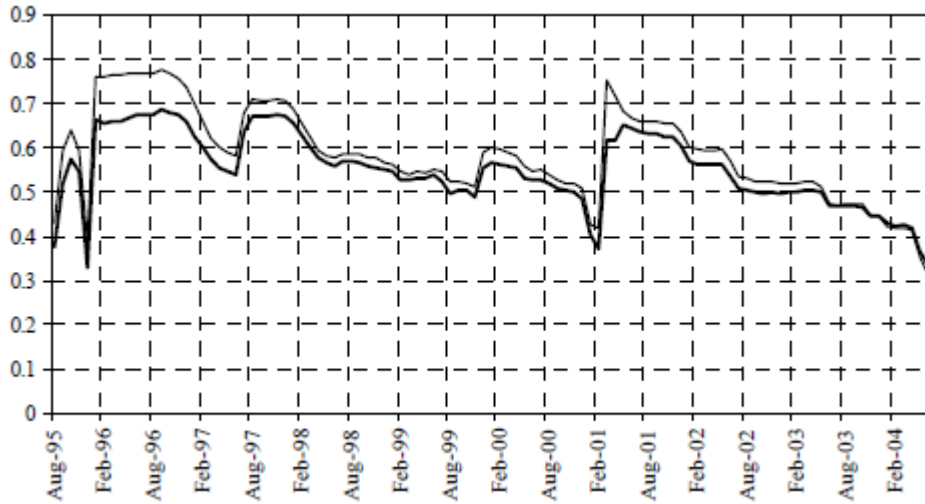
Şekil 9 incelendiğinde Şubat 2001 krizi öncesinde döviz kurundaki %1'lik bir değişimin gıda ürünlerinin enflasyon oranını ortalama %0.20 düzeyinde etkilediği görülmektedir. Ancak bu değer sabit kur sistemi izlenen dönemde bir miktar düşüş

göstermiştir. 2002 sonrasında ise plato %0.17 düzeylerine düşmüştür. Ancak bu düşüşün kayda değer bir düşüş olmadığını belirtmekte fayda vardır.

3.2.1.4 Enerji Ürünlerinin Enflasyon Oranında Döviz Kuru Geçişkenliği

Aşağıda, Şekil 10'da döviz kuru sepetinde meydana gelen değişimin TÜFE içinde yer alan enerji ürünlerinin fiyatlarındaki artış oranı üzerindeki geçişkenlik katsayısı sergilenmektedir. Enerji ürünlerinin önemli bir kısmının ithal ürünler olması, bu ürünlere ait geçişkenlik katsayısının yüksek beklenmesine neden olmaktadır. Bir diğer deyişle enerji fiyatlarının döviz kuruna hassasiyetinin yüksek olması beklenmektedir.

Şekil 10: Geçişkenlik Katsayısı (Enerji Ürünleri)



Kaynak: Kara ve diğerleri (2007): 17

Şekil 10 incelendiğinde 2001 krizi öncesinde enerji ürünlerinin fiyatlarındaki döviz kuru geçişkenliği katsayısının önemli derecede yüksek seyrettiği görülmektedir. Ortalama plato düzeyi 0.60 seviyesindedir. 2001 krizinde döviz kurunun önemli derecede artış göstermesiyle birlikte sıçrama yaşanmış ve katsayı 0.70 değerlerini almıştır. 2002 yılından itibaren ise katsayı bir azalış trendine girmiş, 0.40 düzeylerine kadar düşmüştür. Bu bulgular beklendiği gibi enerji sektöründeki

fiyatlama davranışının bir sonucu olarak görülebilir. Yukarıda da belirtildiği gibi enerji fiyatları döviz kuru değişikliklerine çok hassastır. Bu hassasiyet şekil üzerinden de okunabilmektedir.

3.2.2. ÜFE Enflasyon Oranında Döviz Kuru Geçişkenliği

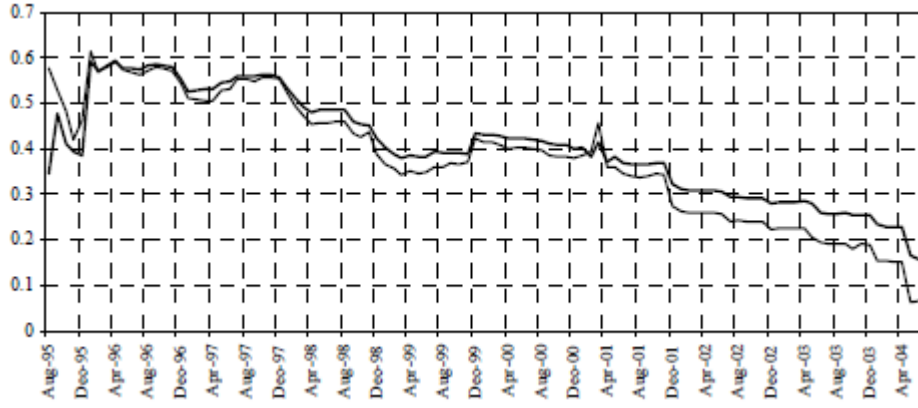
Çalışmanın bu alt bölümünde ise üretici fiyatlarındaki döviz kuru geçişkenliği incelenecek ve sonuçlar yorumlanacaktır. Üretici fiyatları ile ilgili bulgular da oldukça önemlidir. Üretici Fiyat Endeksi'nde (ÜFE) meydana gelecek bir değişiklik firmaların maliyetlerine yansımakta, firmalar ise bu maliyetlerini belirli ölçülerde mallarının fiyatlarına yansıtmaktadır. Bunun sonucunda da TÜFE etkilenmektedir. Dolayısıyla ÜFE'nin maliyet kanalı aracılığıyla TÜFE üzerinde etkili olduğunu söylemek doğru olacaktır.

ÜFE ile ilgili olarak incelenecek alt sektörler tarım ürünleri, sanayi ürünleri kamu imalat sanayi, özel imalat sanayi ve enerji fiyatlarıdır. Buradaki en önemli husus gerek TÜFE gerekse de ÜFE altında yer alan enerji fiyatlarındaki geçişkenliğin karşılaştırılması olacaktır. Bu karşılaştırma bize döviz kuru geçişkenliği ile ilgili önemli bir bakış açısı sunacaktır.

Kara ve arkadaşları (2005) tarafından yapılan çalışmada ÜFE için yapılan tahminlerden elde edilen ve Şekil 11'de sunulan bulgular, döviz kuru geçişkenliğinin başlangıçta 0.60 düzeyinde olduğunu, zaman içinde bu katsayının azalış trendine girdiğini göstermektedir. Esnek döviz rejimine geçilmesi öncesinde 0.45 düzeyine gerileyen döviz kuru geçişkenliğinin enflasyon hedeflemesine geçilmesinin hemen ertesinde hızlı bir azalış trendine girdiği ve 0.15 platosuna kadar gerilediği görülmektedir. Bu durum döviz kurundan üretici fiyatlarına geçişin önemli derecede azaldığı anlamına gelmektedir. Bu azalışın temel açıklayıcısı firmaların fiyatlama

davranışlarındaki değişimdir. Sabit kur sisteminde firmalar fiyatlarını döviz kurundaki değişim oranına göre belirlerken, esnek kur sisteminde döviz kuru çok oynak olduğu için bu yöntemi tercih etmek yerine merkez bankalarının enflasyon hedeflerine göre şekillendirmeyi tercih etmektedirler. Bu sayede kurdan fiyatlara geçişkenlik azalmaktadır.

Şekil 11: Geçişkenlik Katsayısı (ÜFE)

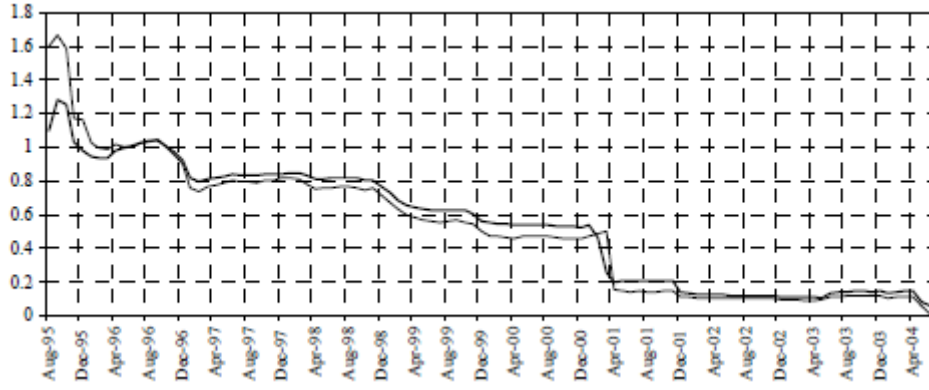


Kaynak: Kara ve diğerleri (2007): 19

3.2.2.1 Tarım Ürünlerinin Enflasyon Oranında Döviz Kuru Geçişkenliği

ÜFE'nin alt gruplarından birincisi tarım ürünleridir. Döviz kurundaki değişimin tarım ürünlerinin fiyatlarına etkisi Şekil 12 üzerinden incelendiğinde iki patikanın mevcut olduğu görülmektedir. Birinci patika kriz öncesinde geçişkenlik katsayısının 0.65 düzeyinde olduğunu göstermektedir. İkinci patika ise kriz sonrasına işaret etmektedir. kriz sonrasında geçişkenlik katsayısının değerinin 0.15'lere kadar düştüğü görülebilir. Bu azalışın sebebi, kanımızca, tarım ürünlerinde gerek ithal girdinin yoğun olarak kullanılmaması gerekse de zaman içinde yurtiçi girdi payının önemli derecede artmasıdır. Ayrıca tarımsal fiyat dinamiklerinin hükümet politikası ve hava koşulları gibi dışsal faktörlerden büyük ölçüde etkilendiği için bu tür bir sonucun ortaya çıkması kaçınılmaz görünmektedir.

Şekil 12: Geçişkenlik Katsayısı (Tarım Ürünleri)

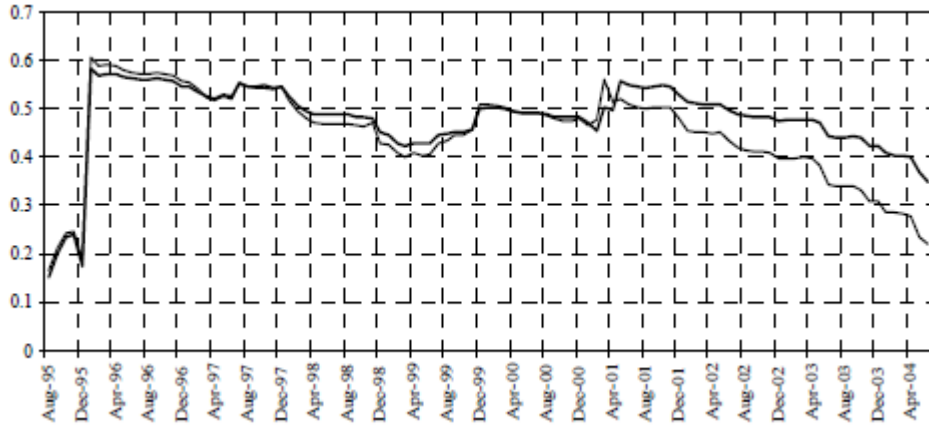


Kaynak: Kara ve diğerleri (2007): 19

3.2.2.2 Sanayi Ürünlerinin Enflasyon Oranında Döviz Kuru Geçişkenliği

ÜFE'nin alt gruplarından bir diğeri sanayi ürünleridir. Şekil 13 aracılığıyla döviz kuru geçişkenliği incelendiğinde katsayının son zamanlarda azaldığı görülmektedir.

Şekil 13: Geçişkenlik Katsayısı (Toplam İmalat Sanayi)

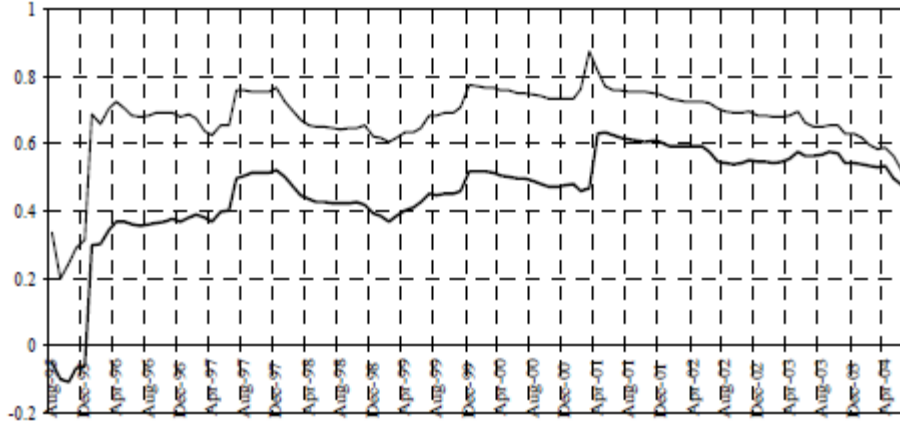


Kaynak: Kara ve diğerleri (2007): 20

Kur geçişkenliği katsayısı Mayıs 2001 yılına kadar ortalama 0.50 düzeyinde iken Haziran 2004'e kadar bu oran 0.35'e kadar bir düşme göstermiştir. Çok etkileyici olmasa da kur geçişkenliği katsayısının izlediği seyir açısından kesin bir düşüş olması, konuyu anlamamız açısından önem arz etmektedir. Aslında bu sonuç

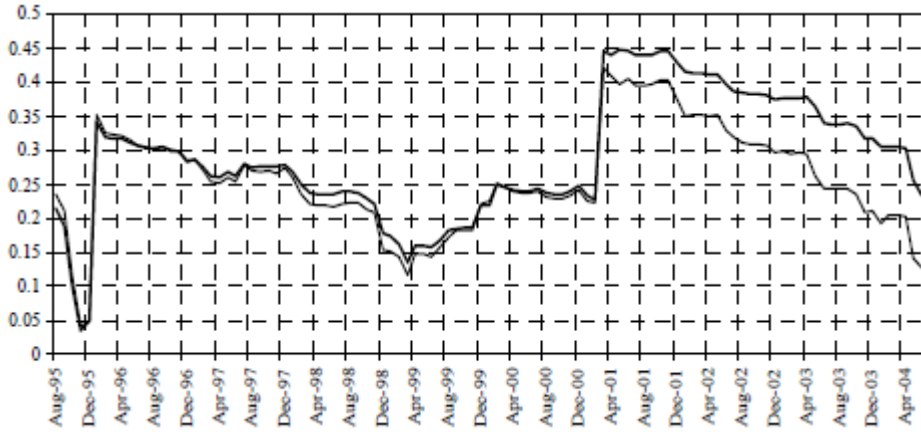
kamu-özel imalat sanayi fiyatlarındaki davranış şeklini çözümledikten sonra daha iyi anlaşılabilir.

Şekil 14: Geçişkenlik Katsayısı (Kamu İmalat Sanayi)



Kaynak: Kara ve diğerleri (2007): 21

Şekil 15: Geçişkenlik Katsayısı (Özel İmalat Sanayi)



Kaynak: Kara ve diğerleri (2007): 22

Şekil 14’de kamu imalat fiyatları için kur geçişkenliğinin sürekli olarak yüksek seyrettiği görülmektedir. Kriz öncesi ortalamaya bakıldığında katsayının 0.60 civarında değerler aldığı, 2004 yılından sonra ise çok hafif bir şekilde düşmeye başladığı görülmektedir.

Öte yandan Şekil 15 incelendiğinde özel imalat sektöründe davranış kaymasının yaşandığı görülmektedir. 2001 krizinin öncesinde geçişkenlik katsayısı ortalama 0,25 platosunda seyrederken kriz sonrasında bir sıçrama yaşanmış ve

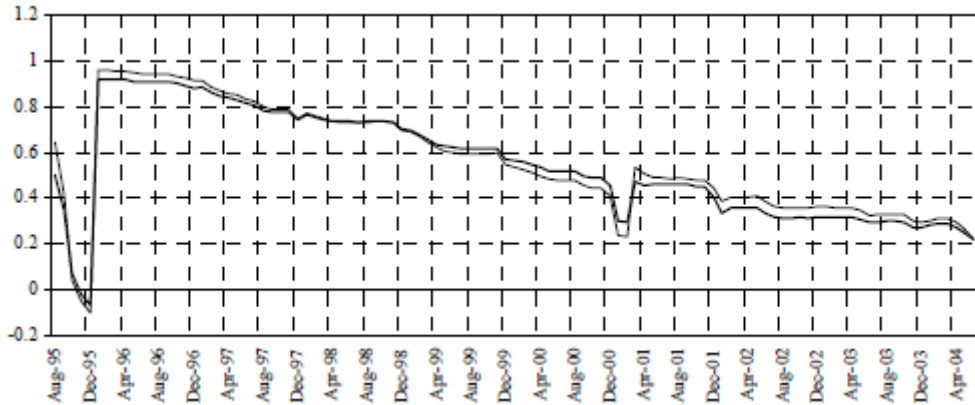
0.45'lere kadar yükselmiştir. Sonrasında ise katsayı azalış trendine girmiş, eski düzeyini yakalamıştır. İki sektör arasında karşılaştırma yapmak gerekirse özel sektördeki geçişkenlik katsayısının kamu sektöründeki geçişkenlik katsayısından daha düşük seyrettiği söylenebilir.

3.2.2.3 Enerji Ürünlerinin Enflasyon Oranında Döviz Kuru Geçişkenliği

Bu bölümün son alt grubu ÜFE altındaki enerji fiyatlarındaki döviz kuru geçişkenliği ile ilgilidir. Şekil 16 incelendiğinde enerji fiyatlarına geçişkenlikte sürekli bir azalışın olduğu görülmektedir. Kriz döneminde geçici bir düşme yaşanmış ve sonrasında tekrar eski platosundan seyir devam etmiştir.

ÜFE üzerindeki enerji fiyatlarının döviz kuru geçişkenliğindeki düşüş, TÜFE üzerindeki enerji fiyatlarının döviz kuru geçişkenliğindeki düşüşe nazaran daha istikrarlıdır. Bu durum döviz kurundan üretim maliyetlerine geçişin daha istikrarlı bir şekilde azaldığı anlamına gelmektedir.

Şekil 16: Geçişkenlik Katsayısı (Enerji Ürünleri)



Kaynak: Kara ve diğerleri (2007): 21

SONUÇ

Enflasyonla mücadele konusu iktisatçıların her dönem ilgi gösterdiği konulardan biri olmuştur. Enflasyonla mücadelede uygulanan politikaların günümüzde geldiği nokta enflasyon hedeflemesi stratejisidir. Tüm stratejilerde olduğu gibi bu stratejide de enflasyon oranını etkileyen en önemli değişken enflasyon beklentileridir. Bu stratejide merkez bankaları enflasyon beklentilerini etkileyebilmek için bir enflasyon hedefi açıklar. Ekonomik birimler de bu hedef üzerinden enflasyon beklentilerini şekillendirir. Ancak merkez bankasının, ekonomik birimlerin enflasyon beklentisini etkileyebilecek bir başka değişken için taahhütte bulunmaması gereklidir. Bu nedenle enflasyonu etkileme ihtimali bulunan bir diğer değişken olan döviz kuru için bir taahhüt söz konusu olmamalıdır. Bu sebeple döviz kurunun değeri piyasa koşullarında, arz-talep çerçevesinde şekillenmelidir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisi öncesi yaygın bir şekilde uygulanan sabit kur sisteminde enflasyon beklentisini belirleyen en önemli değişken, merkez bankası tarafından belirlenen nominal döviz kurudur. Merkez bankası kurun gelecekteki değerine ilişkin bir taahhütte bulunduğu için ekonomik birimler bu taahhütten hareketle gelecekteki enflasyon oranı için bir tahmin yürütebilmekteydiler. Endeksleme mekanizması olarak adlandırılan bu mekanizmanın 1990 yılların başından itibaren neredeyse tüm dünyada başarısızlıkla sonuçlanmaya başlaması, merkez bankalarını yeni bir arayışa itmiş ve karşımıza enflasyon hedeflemesi stratejisi çıkmıştır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde yukarıda da belirtildiği gibi esnek kur rejiminin benimsenmesi bir ön koşul olarak sunulmaktadır. Bu önkoşulla birlikte de

enflasyon oranı ile döviz kuru değişim oranı arasındaki ilişkinin de zayıflaması hedeflenmektedir. Döviz kuru geçişkenliği olarak ifade edilen bu olgunun 2002 yılının başından itibaren örtük, 2006 yılından itibaren ise açık bir şekilde uygulanmaya başlayan enflasyon hedeflemesine geçişle birlikte azalması beklenmektedir.

Çalışmamızda hem döviz kuru geçişkenliği kavramının detayları açıklanmaya çalışılmış hem de bu kavramın işleyiş mekanizması incelenmiştir. Döviz kurundan yurtiçi enflasyona geçişin etkisi hem tüketici fiyatları hem de üretici fiyatları kanalları üzerinden tanımlanmıştır. Bu bağlamda tüketici fiyatlarının ithal malların fiyatları üzerinden işlediği tespit edilmiştir. Üretici fiyatları ise maliyet kanalı aracılığıyla işlemektedir.

Türkiye ekonomisinde döviz kuru değişim oranının yurtiçi enflasyon oranına etkisi sabit kur ve esnek kur dönemleri karşılaştırılarak da incelenmiştir. Döviz kuru değişim oranının gerek tüketici fiyatlarına gerekse de üretici fiyatlarına etkisinin esnek kur döneminde, sabit kur dönemine nazaran daha düşük çıktığı tespit edilmiştir. Alt sektörler bazında yapılan incelemede ise döviz kuruna karşı daha hassas olması beklenen ticarete konu olan mallar ve enerji ürünleri gibi unsurlarda döviz kuru geçişkenliğinin görece daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Ticarete konu olmayan mallar ve tarım ürünlerinin fiyatlarına olan etki ise yine beklendiği gibi daha düşük çıkmıştır. Benzer bir durum üretici fiyatlarında da görülmektedir. Enerji ürünlerinde ve kamu sektörü imalat sanayinde geçişkenlik katsayısı daha yüksek çıkarken özel sektör imalat sanayi ve tarım ürünlerinde katsayı daha düşük çıkmıştır.

Yukarıdaki bilgilerden hareketle enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanabilmesinin ön koşullarından biri olan döviz kurunun piyasa koşulları

tarafından belirlenmesi unsurunun teorik gerekçesinin, Türkiye'deki uygulama ile örtüştüğü görülmektedir. Bir diğer deyişle ekonomik birimler enflasyon hedeflemesi stratejisinde enflasyon beklentilerini şekillendirirken döviz kurundaki değişimi artık daha az dikkate almakta, onun yerine merkez bankasının enflasyon beklentisine daha fazla odaklanmaktadır. Bu bulgu enflasyon hedeflemesi stratejisinin Türkiye için uygun bir para politikası stratejisi olduğu şeklinde yorumlanabilir.

KAYNAKÇA

- Alina Carare, Andrea Schaechter, Mark Stone ve Mark Zelmer, **Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting**, 7 Ed., Washington :D.C, (2002)
- Asaf Savaş Akat, “Dalgalı Kur ve Para Politikası: Bir Parasal Kural Önerisi”, İstanbul Bilgi Üniversitesi, **Gülten Kazgan’a Armağan: Cumhuriyet Dönemi Türkiye Ekonomisi**, (2004)
- Bayram Çolakoğlu, “Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş Bağlamında T.C. Merkez Bankası Bağımsızlığının Fonksiyonelliği”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi** (2002)
- Bernanke, Ben, and Frederic S. Mishkin, “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?” **NBER Working Papers**, January (1997)
- Edward Nelson. “The Future of Monetary Aggregates in Monetary Policy Analysis”, **Journal of Monetary Economics**, 50, (2003)
- Erinç Yeldan, **Türkiye Ekonomisi**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No: 13256, (2009)
- Faik Zengin, “Fiyat İstikrarının Sağlanmasında Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Örneği”, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2011
- Frederic S. Mishkin, “**One Decade of Inflation Targeting in the World:What Do We Know and What Do We Need To Know**”, New York, NBER Working Papers 1999
- Frederic Mishkin, “**International Experiences with Different Monetary Policy Regimes**” (NBER Working Papers (1997)
- Frederic S. Mishkin, **Money, Banking and Financial Markets**, 8. Ed. (NewYork: Prentice Hall, 2007)
- Goldberg L. and Knetter M. M., “Goods Prices and Exchange Rates: What Have we Learned?”, **Journal of Economic Literature**, September, Vol 35, Issue 3 (1997)
- Gunnar Jonsson, **The Relative Merits and Implications of Inflation Targeting for South Africa**, Washington: D.C, (1999)
- Guy Masson, Miguel Savastano ve Sunil Sharma, “The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries”, **IMF Working Paper**, WP/170, October, (1997)
- Hakan Kara, Küçük-Tuğer, Hande; Özlale, Ümit; Tuğer, Burç ve Yücel, Eray M. “Exchange Rate Regimes and Pass Through: Evidence From The Turkish

Economy”, **Journal of Contemporary Economic Policy**, Vol: 25, No: 2
April (2007)

Haydar Akyazı ve Aykut Ekinci, “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Performansı: Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye Karşılaştırması”, **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt XXIV, Sayı 1, (2008)

John P. Judd, John L. Scadding, “The Search for a Stable Demand Function: A Survey of the Post 1973 Literature”, **Journal of Economic Literature**, Vol. 20, Issue 3, (1982)

Kara, Hakan; Küçük-Tuğer, Hande; Özlale, Ümit; Tuğer, Burç ve Yücel, Eray M. “Exchange Rate Regimes and Pass Through: Evidence From The Turkish Economy”, **Journal of Contemporary Economic Policy**, Vol: 25, No: 2
April (2007)

Michael Woodford, “The Case For Forecast Targeting as a Monetary Policy Strategy”, **Journal of Economic Perspectives**, Issue 21, Number 4, Autumn (2007)

Mohsin S. Khan, **M.S Current Issues in the Design and Conduct of Monetary Policy**, Washington: D.C, (2003)

Montiel P and Ostry J. D., “Is the Parallel Market Premium a Reliable Indicator of Real Exchange rate Misalignment in Developing Countries”, **IMF Working Papers**, 93/70 (1993)

Palle S. Andersen, “The Stability of Money Demand Functions: An Alternative Approach”, **BIS Economic Papers**, No:14, April (1985)

Serkan Çiçek, “Küreselleşme ve Enflasyon: Küresel Çıktı Açığı Hipotezi – Türkiye Örneği”, **Yayımlanmamış Doktora Tezi**, (2009)

Türkiye İstatistik Kurumu (TUIK), **Tüfe ve Üfe Madde Sepetleri İle Madde Ağırlıkları Güncellenmiştir**, <http://www.tuik.gov.tr/jsp/duyuru/upload/kamuoyuduyuru26012010.pdf> [Erişim tarihi 5 Haziran 2011]

Ufuk Hazırolan, **Inflation Targeting: Japanese Case and Propects for Turkey**, Ankara: Türkiye 1999