

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI

Yüksek Lisans Tezi

ENFLASYON VE FAİZ ORANI İLİŞKİSİ:
TÜRKİYE'DE FISHER ETKİSİNİN
GEÇERLİLİĞİ

Yeşim YILDIRIM

2501121075

Tez Danışmanı

Doç. Dr. Halil TUNALI

İstanbul, 2014



Y Ü K S E K L İ S A N S
T E Z O N A Y I

ÖĞRENCİNİN

Adı ve Soyadı : YEŞİM YILDIRIM

Numarası : 2501121075

Anabilim/Bilim Dalı : İKTİSAT POLİTİKASI

Danışman : DOÇ. DR. HALİL TUNALI

Tez Savunma Tarihi : 14.07.2014

Tez Savunma Saati : 14:00

Tez Başlığı : “ENFLASYON VE FAİZ ORANI İLİŞKİSİ: TÜRKİYE’DE FİŞHER ETKİSİNİN GEÇERLİLİĞİ”

TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği’nin 36. Maddesi uyarınca yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin KABULÜ’NE OYBİRLİĞİ / ~~OYÇOKLUĞUYLA~~ karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- PROF. DR. AHMET İNCEKARA		Kabul
2- DOÇ. DR. FERDA YERDELEN TATOĞLU		Kabul
3- DOÇ. DR. HALİL TUNALI		KABUL

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- PROF. DR. CEM SAATÇIOĞLU		
2- DOÇ. DR. BURCU KIRAN		

ÖZ

ENFLASYON VE FAİZ ORANI İLİŞKİSİ: TÜRKİYE’DE FISHER ETKİSİNİN GEÇERLİLİĞİ

YEŞİM YILDIRIM

Çalışmada, enflasyon ve faiz oranları arasında uzun dönemli bir ilişki olduğunu ifade eden Fisher Hipotezinin, Türkiye için geçerli olup olmadığı araştırılmaktadır. Çalışmanın ilk bölümünde, faiz ve enflasyon kavramları açıklanmakta, ikinci bölümünde, 1980 yılı sonrası ekonomi politikalarına değinilmekte ve 2006 yılı sonrası enflasyon hedeflemesi rejimi altında uygulanan ekonomi politikalarına yer verilmektedir. Bu çalışmada diğer çalışmalardan farklı olarak, yapısal kırılmanın varlığı altında enflasyon ve faiz serileri arasında bir ilişkinin olup olmadığı incelenmektedir. Enflasyon hedeflemesi dönemini kapsayan 2003:01-2014:02 yıllarına ait oniki ay vadeli nominal mevduat faizleri ve tüketici fiyat endeksi aylık veriler halinde kullanılmaktadır. Serilerin, Dickey-Fuller, Phillips-Perron, KPSS ve Zivot Andrews birim kök testleri ile durağanlığı test edilmekte ve serilere, Engle-Granger ve yapısal kırılmaları dikkate alan Gregory-Hansen eşbütünleşme testleri uygulanmaktadır. Engle-Granger eşbütünleşme testine göre, enflasyon ve faiz oranları arasında bir ilişkinin varlığını kabul edilmekte ancak Gregory-Hansen eşbütünleşme testine göre, enflasyon ve faiz serileri arasında bir ilişkinin olmadığı görülmektedir. Uygulanan bu testler sonucunda, Gregory-Hansen testine göre Fisher Hipotezi reddedilmekte, Engle-Granger testine göre ise Türkiye için Fisher Hipotezinin geçerli olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Fisher Hipotezi, Faiz, Enflasyon, Enflasyon Hedeflemesi, Yapısal Kırılma.

ABSTRACT

RELATION BETWEEN INFLATION AND INTERES RATES: VALIDITY OF FISHER EFFECT IN TURKEY

YEŞİM YILDIRIM

In this study, Fisher hypothesis, which is the expression of a positive relationship between nominal interest rates and inflation rates in a long term, it's investigated to valid or not for Turkey. In the first part of the study, the concepts of interest rates and inflation are explained, and in the second section, referred to economic policy after 1980 and after 2006, under the inflation targeting regime are given to the economic policies implemented. In this study, unlike other studies, in the presence of a structural break between inflation and interest rate series examined whether there is a relationship. Inflation targeting, covering the period of 2003:01-2014:02 years in the twelve month term nominal deposit interest rates and the consumer price index are used in monthly data. Series are tested by the Dickey-Fuller, the Phillips-Perron, KPSS and Working Andrews unit root tests for stability. and Engle-Granger cointegration test and taking into account the structural break Gregory-Hansen cointegration tests are applied. According to the Engle-Granger cointegration test, existence of a relation between inflation and interest rates are accepted, but according to the Gregory-Hansen cointegration test, is seen that, there is no relationship between inflation and interest rates. As a result of these tests are applied, according to the Gregory-Hansen test, Fisher Hypothesis is rejected, according to the Engle-Granger test, the Fisher hypothesis is valid for Turkey, which is concluded.

Key Words: Fisher Hypothesis, Interest, Inflation, Inflation Targeting, Structural Break.

ÖNSÖZ

Bu çalışmanın belirlenmesi ve tamamlanmasında benden desteğini, yardımlarını, sabrını ve bilgisini esirgemeyen ve ismini her zaman saygıyla anacağım değerli hocam Doç. Dr. Halil Tunalı'ya, çalışmamın uygulama kısmında ekonometrik analizlerde yardımlarını hiçbir şekilde esirgemeyen sayın Yrd. Doç. Dr. Özlem Göktaş'a ve Doç. Dr. Ferda Yerdelen Tatoğlu'na teşekkürü bir borç bilirim. Ayrıca çalışmanın ekonometri bölümünde sorularımı sıkılmadan cevaplayan ve bana yardım eden Dokuz Eylül Üniversitesi, Arş. Gr. Osman Tüzün'e çok teşekkür ederim.

Beni büyüten, yetiştiren ve eğitim hayatım boyunca maddi manevi her açıdan desteklerini esirgemeyen anneme, babama ve kardeşime ve çalışmamda da desteğini ve katkılarını esirgemeyen eşime, bu zorlu süreçte sevgileri, destekleri ve inançları ile yanımda oldukları için tüm kalbimle teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

ÖZ	iii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ	v
GRAFİKLER VE TABLOLAR LİSTESİ.....	xi
KISALTMALAR	xii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

FAİZ VE ENFLASYON TEORİLERİ, FİŞHER HİPOTEZİ

1.1.FAİZ KAVRAMI VE FAİZ TEORİLERİ.....	4
1.1.1.Faiz Kavramı	4
1.1.2.Faiz Oranlarını Açıklamaya Yönelik Teoriler.....	5
1.1.2.1. Klasik Faiz Teorisi.....	6
1.1.2.2. Knut Wicksell'in Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi.....	7
1.1.2.3. Keynes'in Likidite Tercihi Teorisi	11
1.1.2.4. Neo-Keynesyen, Hicks-Hansen Faiz Oranları Teorisi	12
1.1.2.5. James Tobin'in Portföy Teorisi	13
1.2. ENFLASYON.....	15
1.2.1.Enflasyon Kavramı.....	15

1.2.2.Enflasyon Çeşitleri	16
1.2.2.1. Nedenlerine Göre Enflasyon Çeşitleri	16
1.2.2.1.1. Talep Enflasyonu	16
1.2.2.1.2. Arz enflasyonu	18
1.2.2.1.3. Maliyet Enflasyonu (Ücret Enflasyonu)	19
1.2.2.1.4. Fiyat Enflasyonu (Kar Enflasyonu)	19
1.2.2.1.5. İthal Enflasyon	19
1.2.2.2. Fiyatlardaki Artış Hızına Göre Enflasyon Çeşitleri	20
1.2.2.2.1. Sürünen Enflasyon	20
1.2.2.2.2. Yüksek Enflasyon	20
1.2.2.2.3. Hiperenflasyon	21
1.2.2.2.4. Yapısal Enflasyon	22
1.2.3.Enflasyonun Açıklanmasına Yönelik Teorik Yaklaşımlar	23
1.2.3.1. Klasik Yaklaşım Göre Enflasyon	23
1.2.3.1.1. Cambridge Yaklaşımı: Para Talebi Teorisi	24
1.2.3.1.2. Fisher Yaklaşımı: Mübadele Denklemi	25
1.2.3.2. Keynesyen Yaklaşım Göre Enflasyon	26
1.2.3.3. Monetarist Yaklaşım Göre Enflasyon	30
1.2.3.4. Yeni Klasik Yaklaşım Göre Enflasyon	34
1.2.3.5. Arz Yanlı Yaklaşım Göre Enflasyon	36

1.2.3.6. Yeni Keynesyen Yaklaşım Göre Enflasyon.....	38
1.2.3.7. Yapısal Görüş Göre Enflasyon	41
1.3. FISHER HİPOTEZİ	43

İKİNCİ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLERİ STRATEJİSİ VE 1980'DEN GÜNÜMÜZE TÜRKİYE'DE UYGULANAN ENFLASYON VE FAİZ POLİTİKALARI

2.1.ENFLASYON HEDEFLERİ STRATEJİSİ	47
2.1.1. Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşulları.....	48
2.1.2. Enflasyon Hedeflemesinin Avantajları Ve Dezavantajları.....	49
2.1.3. Dünyada Enflasyon Hedeflemesi Rejimi	50
2.1.3.1. Yeni Zelanda'da Enflasyon Hedeflemesi	51
2.1.3.2. Şili'de Enflasyon Hedeflemesi	53
2.1.3.3. İsrail'de Enflasyon Hedeflemesi.....	56
2.1.3.4. Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi	58
2.1.4. Taylor Kuralı Ve Türkiye Uygulaması.....	66
2.2. TÜRKİYE'DE TÜRKİYE' DE 1980 SONRASI ENFLASYON VE FAİZ POLİTİKALARI	69
2.2.1.1980 Öncesinde Enflasyon Ve Faiz Politikaları	69

2.2.2. 1980 – 1989 Yıllarında Uygulanan Enflasyon Ve Faiz Politikaları.....	70
2.2.3. 1990 - 1999 Yıllarında Uygulanan Enflasyon Ve Faiz Politikaları	75
2.2.4. 2000 – 2009 Yılları Arasındaki Enflasyon Ve Faiz Politikaları	79
2.2.5. 2010 – 2013 Yıllarında Uygulanan Enflasyon Ve Faiz Politikaları	84

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ENFLASYON VE FAİZ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ

3.1. UYGULAMA.....	87
3.1.1. Yazınsal Bir Değerlendirme	87
3.1. 2. Uygulamanın Amacı.....	90
3.1.3. Veri Seti.....	90
3.1.4. Araştırma Yöntemi	90
3.1.5. Değişkenlerin Birim Kök Testi Sonuçları	91
3.1.6. Engle – Granger Eşbütünleşme Testi	96
3.1.7. Değişkenlerin Yapısal Kırımlar Altında Birim Kök Testleri	100

3.1.8. Gregory ve Hansen (1996) Eşbütünleşme Testi.....	103
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	107
Kaynakça	111

GRAFİKLER VE TABLolar LİSTESİ

GRAFİKLER

Grafik 1: Likidite, Gelir ve Beklenen Enflasyonun Etkileri	5
Grafik 2: Denge Faiz Oranı.....	9
Grafik 3: Keynesyenler	28
Grafik 4: Monetarist Yaklaşım	31
Grafik 5: Rasyonel Beklentiler ve Yeni Klasik Teori.....	35
Grafik 6: Reel Konjonktür Teorisi	38
Grafik 7: Yeni Keynesyenler	40
Grafik 8: Yeni Zellanda'da Enflasyon	53
Grafik 9: Faiz Oranı Zaman Serisinin Grafiği	94
Grafik 10: Faiz Oranı Zaman Serisinin 1. Farkının Grafiği.....	94
Grafik 11: Enflasyon Oranı Zaman Serisinin Grafiği.....	95
Grafik 12: Enflasyon Oranı Zaman Serisinin 1. Farkının Grafiği	95

TABLolar

Tablo 1: Dünyada Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Uygulayan Ülkeler.....	51
Tablo 2: Şili'de Enflasyon Hedeflemesi.....	55
Tablo 3: Para Politikası Çerçevesi	63
Tablo 4:Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler	65
Tablo 5: Enflasyon Tahminleri	65
Tablo 6: Değişkenlere Ait Birim Kök Testleri Sonuçları	93
Tablo 7: Engle-Granger Eşbütünleşim Testi Uzun Dönem Değerleri	97
Tablo 8: Hata Terimlerine Uygulanan ADF Testi Sonuçları	98
Tablo 9: Engle-Granger Eşbütünleşme Testi Kısa Dönem Değerleri.....	99
Tablo 10: Zivot-Andrews Birim Kök Testi Sonuçları	101
Tablo 11: Gregory ve Hansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları	104
Tablo 12: Gregory-Hansen Testi Uzun Dönem Değerleri	105
Tablo 13: Hata Terimlerine Uygulanan ADF testi Sonuçları	106
Tablo 14: Gregory-Hansen Testi Kısa Dönem Değerleri	106

KISALTMALAR

ABD	:Amerika Birleşik Devletleri
ADF	:Genişletilmiş Dickey-Fuller
DF	:Dickey-Fuller
FED	:Federal Reserve (ABD Merkez Bankası)
GSMH	:Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	:Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IMF	:Uluslararası Para Fonu
IS	:Mal Piyasası
LM	:Para Piyasası
MB	:Merkez Bankası
ROM	:Rezerv Opsiyon Mekanizması
TBB	:Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	:Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEFE	:Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TL	:Türk Lirası
TÜFE	:Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	:Türkiye İstatistik Kurumu
UNECLA	:Birleşmiş Milletler Latin Amerika Ekonomi Komisyonu

GİRİŞ

Bu çalışmada uzun dönemli faiz oranı ile enflasyon oranı arasında bir ilişkinin olduğunu ifade eden Fisher Etkisi 2003:01-2014:02 dönemine ait Türkiye ekonomisi verileri kullanılarak test edilmektedir. Bu ampirik araştırma birim kök testlerini, koentegrasyon testlerini ve yapısal kırılmaları dikkate alan koentegrasyon testini ele almaktadır.

Nominal faiz oranları ile beklenen enflasyonun reel faiz oranını etkilemeksizin birlikte hareket ettiğini ilk kez 1930 yılında Irving Fisher öne sürmüştür. Fisher etkisi, reel faiz oranları ile beklenen enflasyonun toplamının nominal faiz oranlarına eşit olduğu şeklinde açıklanmaktadır. Nominal faiz oranları, enflasyonist bir artışla bire bir artmakta, ancak reel faiz oranlarını etkilememektedir. Enflasyon ve faiz oranları arasında böyle bir ilişkinin nedeni uzun dönemde reel faiz oranının enflasyon oranını etkileyen parasal dengesizliklerden etkilenmemesidir.

Merkez Bankasının enflasyon ile mücadelesinde para politikası uygulamaları açısından enflasyon ile nominal faiz oranı arasındaki ilişkinin test edilmesi avantaj sağlayacaktır. Fisher etkisinin geçerliliği finansal piyasaların etkinliği açısından önemli olmakla birlikte Fisher etkisinin geçerli olması durumunda, gelecek dönem enflasyon oranlarını tahmin etmede nominal faizler önemli bir araç olarak kullanılmaktadır.

Merkez Bankası temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararlarını fiyat istikrarı temel hedefine yönelik olarak gelecek dönem enflasyonundaki olası değişimleri göz önünde bulundurarak almaktadır. (Para Politikası Raporu, 2004:24)

Kısa vadeli faiz oranları ve enflasyon oranları arasındaki ilişkiyi sağlayacak olan aktarım mekanizmasının etkin bir biçimde çalışabilmesi için Merkez Bankasının güvenilirliğinin tam olması gerekmektedir. Merkez Bankası enflasyon hedefini gerçekleştirmek için enflasyon tahminleri yaparak enflasyon hedefinden sapmalara karşı parasal araçları nasıl kullanacağını ve ne tür bir politika uygulayacağını belirlemektedir. Uygulamada enflasyonun doğrudan hedeflenmesi rejimi genellikle

Merkez Bankası ile hükümet arasındaki anlaşmalar çerçevesinde oluşturulur. Enflasyon hedeflemesi, rejimin başarısı, Merkez Bankasının güvenilirlik kazanarak, iktisadi birimlerin kararlarını para politikasının hedefleri doğrultusunda şekillendirmelerini sağlamaktadır.

Fisher hipotezinde, beklenen enflasyonda meydana gelen herhangi bir değişim beklenen reel faiz oranını etkilemeyip sadece nominal faiz oranındaki değişimle dengeleneceğinden, para politikası reel faiz oranları üzerinde herhangi bir etkiye sahip olmamaktadır. Reel faiz oranları reel değişkenler tarafından, enflasyon ise beklentiler tarafından etkilenmektedir. Fisher Hipotezini açıklayan denklem aşağıdaki gibidir:

$$\text{Nominal faiz oranı } (i_t) = \text{Reel faiz oranı } (r_t) + \text{Beklenen enflasyon oranı } (\pi_t^e)$$

Enflasyonun ve beklenen enflasyon oranlarının artması durumunda nominal faiz oranlarının da artması bireylerin elde para tutma eğilimini azaltmaktadır. Merkez Bankası, enflasyonu düşürmek için kısa vadeli faiz oranlarını kullanmakta ve faiz oranlarını arttırarak sıkı para politikası izlemekte, bu politika ile toplam talebin baskılanması amaçlanmakta ve enflasyonun düşürülmesi hedeflenmektedir.

Bu çalışmada 2003:01-2014:02 yıllarına ait on iki ay vadeli nominal mevduat faizleri ve tüketici fiyat endeksi aylık veriler halinde kullanılmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümünde enflasyon, faiz oranı ve Fisher etkisini açıklamaya yönelik teorik yaklaşımlar tanımlanmakta ve enflasyon ve faiz oranı arasındaki ilişki açıklanmaktadır. İkinci bölümde ise dünyada ve Türkiye’de uygulanan enflasyon hedeflemesi rejimi ele alınmaktadır. Ayrıca Türkiye’de 1980’den günümüze kadar uygulanan politikalar, genel olarak enflasyon durumu, faiz oranlarının gelişimi ve enflasyonu durdurmaya yönelik faiz politikalarına yer verilmektedir. Üçüncü bölümde ise, bu konuyla ilgili akademik çalışmalar incelenerek, uygulama yöntemi ve veriler açıklanmaktadır. Enflasyon ve faiz oranları arasındaki ilişki test edilmektedir. İlk olarak serilerin durağanlığı araştırılmakta sonrasında ise seriler durağan ise iki değişken arasındaki ilişkinin varlığını ve yönünü belirleyen, eşbütünleşmenin varlığını araştırmak amacıyla Engle-Granger

nedensellik testi yapılacaktır. Son olarak serilere Ziwot-Andrews birim kök testi ve Gregory-Hansen eşbütünleşme testi uygulanacak, yapısal kırılma durumunda değişkenler arasında eşbütünleşme olup olmadığı incelenecektir. Çıkan sonuca göre enflasyon hedeflemesi stratejisi altında Türkiye ekonomisi için bir politika önerisinde bulunulacak ve son olarak, Fisher etkisinin geçerli ya da geçersiz olması durumunda Türkiye üzerindeki sonuçları tartışılacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

FAİZ VE ENFLASYON TEORİLERİ, FİŞHER HİPOTEZİ

1.1 Faiz Kavramı Ve Faiz Teorileri

1.1.1 Faiz Kavramı

Ekonomide faiz, sermaye sahibinin üretimden aldığı pay veya sermayenin başkasına bir süre için ödünç verilmesi karşılığında ödenen bir fiyat olarak tanımlanmaktadır. Para kullanımının bedeli olarak kabul edilirse faiz, sağlam bir ödünç için ödenmesi gereken ve yıllık yüzde ile ifade edilen bir gelirdir.¹

Faiz oranlarındaki değişim makroekonomik dengeleri etkilediğinden ülkelerde uygulanan para politikalarının amacı bu etkilerin olumsuzluğunu gidermek, faiz oranlarının ekonomik gelişmeyi kolaylaştırmasını sağlamaktır. Bununla görevli merkez bankaları ülkenin içinde bulunduğu duruma göre daraltıcı veya genişletici para politikaları ile faiz oranlarını ve dolaylı olarak da ekonomik dengeleri etkilemektedirler.²

Bankaların mevduatlara uygulayacaklarını belirttikleri faiz, diğer bir deyişle piyasa faiz oranı nominal faiz oranını; nominal faiz oranından enflasyonun arındırılması ile elde edilen faiz ise reel faiz oranını temsil etmektedir.

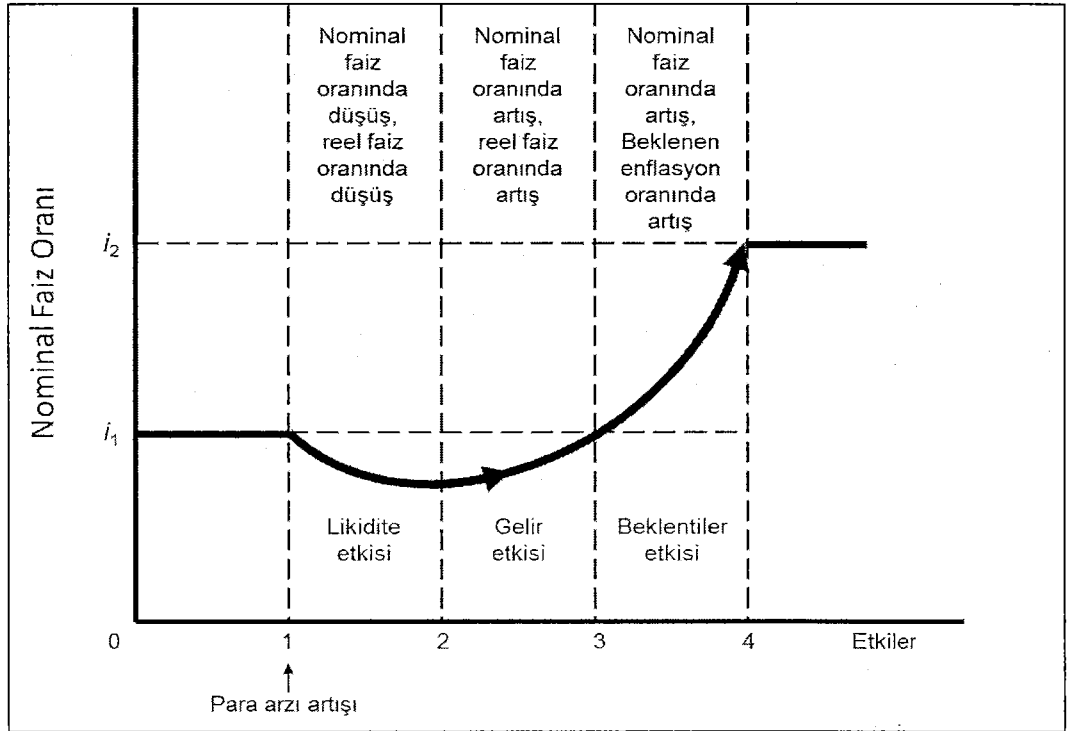
Para arzı, reel enflasyon oranının ve dolayısıyla nominal faiz oranı üzerinden likidite ve gelir etkilerinin sebebi olmaktadır. Buna ek olarak, para arzı, beklenti etkisi ile beklenen enflasyon oranını ve dolayısıyla nominal faiz oranını etkilemektedir. Para arzındaki herhangi bir değişim nominal faiz oranı üzerinden likidite etkisi, gelir etkisi ve beklentiler etkisi olarak üç etkiye neden olmaktadır.

¹ Paul Samuelson, *İktisat*, Çev: Demir Demirgil, İstanbul, Menteş Kitabevi, 1973, s.296

² Cihan Bulut, *Kamu Açıkları Enflasyon, Faiz Oranı Ve Döviz Kuru İlişkileri*, Der Yayınları, İstanbul, 2002, s.104

Aşağıdaki grafikte, para arzında bir artış görülmesi üzerine, ilk olarak likidite etkisi ardından gelir etkisi ve son olarak beklentiler etkisi gerçekleşmektedir.³

Grafik 1: Likidite, Gelir ve Beklenen Enflasyonun Etkileri



Kaynak: Roger A. Arnold, *Macroeconomics*, Third Edition, West Publishing Company, 1996, s.284.

1.1.2 Faiz Oranlarını Açıklamaya Yönelik Teoriler

Piyasada uygulanan faiz oranları neye göre belirlenmeli ve faiz oranı ne olmalı gibi sorulara iktisatçıların farklı görüşleri vardır. Ekonomistlerden bazıları bu faiz oranının tasarruf arz ve talebi ile belirlendiğini, bazıları ise para arz ve talebi tarafından belirlendiğini ileri sürerler. Faiz haddini belirleyen nedir ve faiz niçin vardır sorularını faiz teorileri açıklamaktadır. Bu faiz teorilerinden en önemlileri Klasik, Neo-Klasik, Keynezyen ve Neo-Keynezyen yaklaşımlardır.

³ Roger A. Arnold, *Macroeconomics*, Third Edition, West Publishing Company, 1996, s.284

1.1.2.1 Klasik Faiz Teorisi

Klasik iktisat, Adam Smith'in *Ulusların Zenginliği* (An Inquiry Into The Nature And Causes Of The Wealth Of Nations) adlı eseri ile başlamaktadır ve klasik faiz teorisi Adam Smith tarafından geliştirilmiştir.⁴ Klasik analiz bütün piyasaların dengede olduğunu ve bundan dolayı ekonominin tam istihdamda olduğunu ve potansiyel hasılaya ulaştığını varsaymaktadır. Bu şartlar altında parasal bir genişleme, hasılayı değil, fiyatları artırmaktadır. Mali bir genişleme ile ise toplam talep eski tam istihdam seviyesine getirilene kadar özel tüketim ve yatırımı dışlamaktadır.⁵

Smith'e göre, bireyler, tasarruflarını, birikimlerini kendileri kullanmayıp, ancak faydalarını maksimize edecek biçimde başkalarına kullandırmasıyla gelir elde etmektedirler. Bu durumda, belirli bir miktarda sermayeye sahip olan birey, bununla üretim amaçlı mal satın alabilmekte veya faiz geliri elde etmek için ödünç verebilmektedir. Birey her iki durumdan birini tercih etmektedir. İkinci durumda ise birey sermayesini kendisi kullanmamakta başkalarına belli bir bedel karşılığında devretmektedir. A. Smith bu bedeli parasal faiz (paradan kazanılan para) olarak adlandırmıştır. Smith'e göre piyasalarda ödünç verilebilecek sermaye miktarının artması parasal faiz oranlarını düşürmektedir.⁶

Smith'e göre faiz, kardan ayrı bir kavramdır. Bu, borç alan kişinin ödünç verene o paranın kullanılması sayesinde eline geçen kar etme fırsatı için ödediği karşılıktır. Bu karın bir kısmı, riski göze alarak onu kullanan borçluya, bir kısmı da, kar fırsatını ona veren alacaklıya ait olmaktadır. Bu nedenle paranın faizi türev bir gelirdir.⁷

⁴ Adam Smith, *An Inquiry Into The Nature And Causes Of The Wealth Of Nations*, C.J. Bullock (Ed), The Harvard Classics, Vol.10, New York: P.F Collier & Son Company 1909

⁵ David Begg, Stanley Fisher, Rudiger Dornbusch, *Makroiktisat*, Çev.Vildan Serin, İstanbul, Alkım Yayınları, 2001, s.558

⁶ Smith, a.g.e.,s.291-300

⁷ Adam Smith, *Ulusların Zenginliği*, Çev: Ayşe Yunus, Mehmet Bakırcı, İstanbul, Alan Yayınları, 1984, s.54

Klasik iktisatçılara göre faiz, bireyin tasarruf ve davranışlarına yön veren bir araçtır.⁸ Klasik iktisatçılardan N. Senior'a göre, bir ekonomide reel tasarruf arzı ile reel sermaye talebi karşılıklı birbirlerini etkileyerek faiz oranının düzeyini belirlemektedir.⁹

Faiz yatırım ve tasarruflar tarafından belirlenmektedir ve bugünkü tüketimden vazgeçmenin bedeli olarak görülmektedir. Tasarruf, faiz oranının bir fonksiyonu olmaktadır. Faiz oranının yüksek olması bireylerin gelirini tasarruf etmelerine neden olmaktadır. Yani kişiler gelecekte yapacakları daha fazla tüketimi bugünkü tüketime tercih etmektedirler.

Klasik teoride, faiz tasarruflardan olumlu etkilenmekte ve yatırımlardan ise olumsuz bir şekilde etkilenmektedir. Eğer, yatırımlar ile tasarruflar arasındaki denge, fonksiyonlardaki değişkenlerin biri tarafından bozulmuşsa, bu hiçbir yeri etkilemeden, faiz oranındaki değişmelerle yeniden kurulmaktadır.¹⁰

Klasik faiz teorisinde, tasarruflar, reel faiz oranının artan bir fonksiyonu, tüketim harcamaları da reel faiz oranının azalan bir fonksiyonu olduğundan, reel faiz oranı artarsa tüketim ve yatırım harcamaları azalmakta, tasarruflar artmakta, reel faiz oranının düşmesi durumunda ise tersi durum geçerli olmaktadır.

1.1.2.2 Knut Wicksell'in Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi

Neo-Klasik iktisadın savunucularından Knut Wicksell faiz oranlarını doğal faiz oranı ve parasal (piyasa) faiz oranı olmak üzere ikiye ayırmıştır. Doğal faiz oranı, iktisadi birimlerin yatırım ve tasarruf kararlarına, işletilen reel sermayeden elde edilen kar oranına bağlı olarak belirlenmekte, parasal faiz oranı ise, kredi faiz oranı bankalar tarafından belirlenmektedir. Doğal faiz haddi, yatırım ve tasarruf gibi reel faktörlere, piyasa faiz haddi ise parasal etkenlere bağlıdır.

⁸ Sudin Haron and Norafifah Ahmad, "The Effects Of Conventional Interest Rates And Rate Of Profit On Funds Deposited With Islamic Banking System In Malaysia", **International Journal of Islamic Financial Services**, Vol. 1, No.4, 2000, s.3

⁹ Muhammed Akdiş, **Faiz Politikalarının Enflasyon Üzerindeki Etkileri Ve Türkiye**, Yimder Yayını, Ankara, 1995, s.42

¹⁰ W.T. Newlyn, **Theory Of Money**, Second Edition, Oxford, Clarendon Press, 1962, s.101

Parasal (piyasa) faiz oranı ile doğal faiz oranı arasındaki etkileşimin sonucunda fiyatlar genel düzeyinde dalgalanmalar meydana gelmektedir. Buna bağlı olarak bankaların belirlemiş olduğu faiz oranları (piyasa faiz oranları) doğal faiz oranından daha düşük düzeyde ise yatırımları, dolayısıyla üretimi arttırarak enflasyona neden olmaktadır. Tam tersi; yani doğal faiz oranlarının piyasa faiz oranlarına göre düşük olması durumunda ise yatırımlar azalacaktır.¹¹

Doğal faiz oranı bankaların belirlediği piyasa faiz oranından yukarıda ise, kredi hacmi genişlemekte ve para arzının artmasıyla fiyatlar yükselerek enflasyona neden olmaktadır.

Bankaların veya diğer borç verenlerin borç vermelerinde farklı faiz oranları uygulamaları ve bu oranın doğal faiz oranından daha yüksek veya düşük olması durumunda müteşebbis kar veya zararlarının ortaya çıkacağını belirtmektedir. Faizin de bir maliyet unsuru olduğunu ve sermaye üretkenliğinin üzerinde gerçekleşen faiz oranlarının karı olumsuz etkileyeceğini de belirtmektedir. Wicksell, piyasa faiz haddi ile fiyatlar arasında bir ilişki kurmuş, piyasa faiz oranının doğal faiz oranından daha düşük seviyede olduğu durumda müteşebbis karlarının artacağını, bu artışın yatırımları ve buna bağlı olarak talebi etkileyerek fiyat artışlarına neden olacağını; piyasa faiz oranının yüksek olduğu durumlarda tersi bir etkileşim ile fiyatların düşmesi sağlanacağını açıklamaktadır.¹²

Piyasa faizi, ödünç verilen fonlara uygulanan orandır, doğal faiz ise tam rekabet koşullarında ödünç verilebilir fonlar arz ve talep eğrilerinin birbirini kesmesi gerek düzeydeki faiz oranı olmaktadır. Doğal faizin piyasa faizi üzerine çıkması enflasyonist baskı oluşturmaktadır.¹³

Ödünç verilebilir fonlar teorisine göre denge faiz oranı, ödünç verilebilir fonlar arzı ile talebinin eşitlendiği seviyededir. Ödünç verilebilir fon arzını, hanhalkları tarafından yapılan tasarruflar, firmaların finans piyasalarında

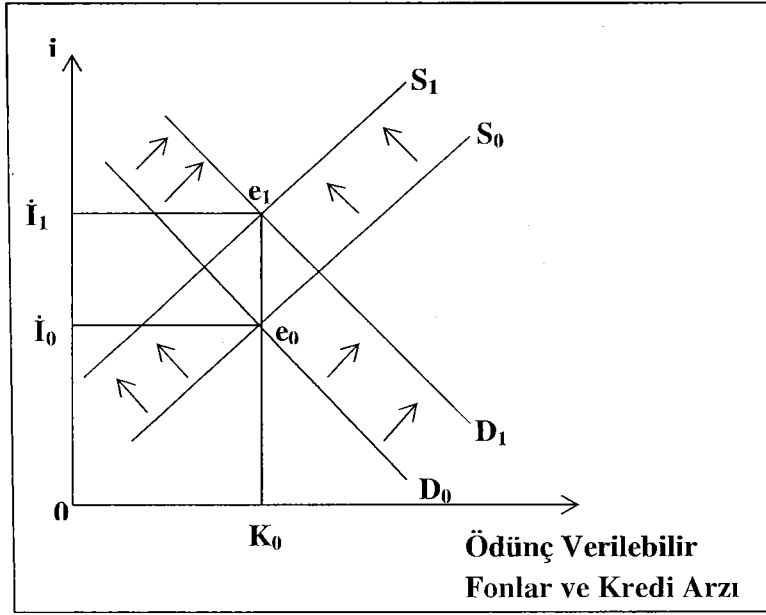
¹¹ Knut Wicksell, "Interest And Prices Geldzins und Guterpreise A Study Of The Causes Regulating The Value Of Money", Translated by R.F. Kahn, Newyork: Reprints of economic classics, 1962, ss.7-15

¹² A.e, s.106

¹³ Feridun Ergin, **Para ve Faiz Teorileri**, Beta Basım/Yayın Dağıtım, İstanbul, 1983, s.260

değerlendirdikleri fonlar, sigorta fonları ve yabancı sermaye gibi kaynaklar oluşturmaktadır. Ödünç verilebilir fonların talebinin kaynağını ise yatırım yapmak isteyen firmalar oluşturmaktadır. Tasarrufların yatırımlara eşit olduğu durumda ödünç verilebilir fonlar piyasası dengeye gelmekte ve faiz haddi eşitlenen düzeyde gerçekleşmektedir.

Grafik 2: Denge Faiz Oranı



Kaynak: Ahmet İncekara, **Bankacılık Ve Finansal Kurumlar**, İktisadi Araştırmalar Vakfı, Nisan, 2011, s.31

Grafik 2'de görüldüğü gibi, ödünç verilebilir fon arzı faiz düzeyinin artan bir fonksiyonudur. Ödünç verilebilir fon kaynaklarının fiyatı olarak algılanabilecek faiz oranının yükselmesi bir üretim faktörü olarak sermayenin üretimden aldığı payın artması anlamına geleceğinden, diğer faktörlerin üretimden aldıkları pay sabitken, girişimcilerin payının azaldığını ifade edecektir. Girişimciler, faiz düzeyindeki artışlar karşısında ödünç verilebilir fon taleplerini azaltma eğilimi içine gireceklerdir. Ödünç verilebilir fonlar piyasasındaki fon arzı ve fon talebinin kesişmesi sonucu ($\dot{I}_0$ -

K_0) faiz oranı-kredi hacmi bileşiminde denge faiz oranı e_0 noktasında saptanmaktadır.¹⁴

Ödünç verilebilir fon arz ve talep eğrilerinin konumunu belirleyen en önemli etkenlerden birisi de beklenen enflasyon oranıdır. Beklenen enflasyon oranlarının yükselmesi denge faiz oranında fonların reel satın alma gücündeki azalmadan dolayı ödünç verilebilir fon arzı eğrisinin S_0 ' dan S_1 ' e doğru ve borcun reel maliyetindeki azalmadan dolayı ise ödünç verilebilir fon talebi eğrisinin D_0 ' dan D_1 ' e doğru kaymasına neden olacaktır. Sonuç olarak piyasadaki ödünç verilebilir fon miktarı K_0 düzeyinde kalırken faiz oranı I_0 düzeyinden I_1 seviyesine ve fon piyasası dengesi de e_0 düzeyinden e_1 düzeyine doğru artış göstermektedir.¹⁵

Ödünç verilebilir fonlar arzı yani tasarruflar faize duyarlıdır, faiz oranları yükseldikçe arz edilen fon miktarında da artış olmaktadır, çünkü bireyler tasarruflarını arttırarak daha fazla gelir elde etmek istemektedirler. Ödünç verilebilir fon talebi yani hanehalkının fon talebi, firmaların yatırım fonu, faize duyarlıdır. Yatırımların faiz oranı ile ilişkisi tasarrufların aksine ters yönlüdür. Faiz oranı yükseldikçe firmaların yatırımı finanse edecek fonlarının maliyeti de yükseleceğinden firmalar bu durumda daha az yatırım yapmayı tercih edeceklerdir.

Tasarrufların yatırımlara eşit olduğu faiz haddi düzeyinde ödünç verilebilir fon piyasası dengededir.

Tüketim ve yatırım harcamaları reel faiz oranının azalan bir fonksiyonudur tasarruf ise reel faiz oranının artan bir fonksiyonudur. Reel faiz oranı artarsa, tüketim ve yatırım harcamaları azalmakta, reel faiz oranının düşmesi durumunda ise tersi durum geçerli olmaktadır.

Wicksell, klasik görüşün aksine paranın yansız olmadığını, paranın reel kesimi de etkilediğini savunmaktadır. Bankaların izledikleri kredi politikalarıyla reel kesim etkilenmektedir. Bu düşüncesiyle klasik görüşe yeni bir anlayış katmış ve Keynes Devriminin oluşumuna ortam sağlamıştır.

¹⁴ Ahmet İncekara, Bankacılık Ve Finansal Kurumlar, İktisadi Araştırmalar Vakfı, Nisan, 2011, s.31-

32

¹⁵ A.e., s.32

1.1.2.3 Keynes'in Likidite Tercihi Teorisi

Keynesgil analiz piyasaların süpürülmediğini yani ekonominin tam istihdamda dengede olmadığını varsaymaktadır. Tam istihdam denge seviyesine devletin müdahaleleriyle genişleyici para ve maliye politikaları ile reel hasılayı arttırarak ulaşılabilir. ¹⁶

Keynesyen modelde faiz oranları para arzı ve para talebi tarafından belirlenmektedir. Para talebi yani likidite tercihi, gelecek hakkındaki beklentilere bağlı olarak bireylerin ne miktarda parayı elinde bulundurması anlamındadır.

Ayrıca Keynes'in teorisinde para talebi işlem ve ihtiyat güdüsüne bağlı olmanın yanında bir de spekülasyon güdüsüne bağlı olmaktadır. Spekülasyon amacı ile para talebi faiz oranlarının ve bekleyişlerin bir fonksiyonu olarak değişme göstermektedir. Keynes likidite fonksiyonuna spekülasyon güdüsünü ekleyerek faizin yalnızca para arzına bağlı olmadığını aynı zamanda ekonomik bekleyişlere de bağlı olduğunu göstermiştir. Spekülasyon güdüsüyle para talebi piyasa faiz haddine oldukça duyarlıdır ve faiz oranı ile ters orantılıdır. Faiz oranı yükseldikçe elde tutulan para miktarı azalmaktadır. Merkez Bankası, para politikası yoluyla para arzını etkilemektedir. Para talebinde bir değişiklik yokken, para arzının artırılması faiz oranlarının düşmesine neden olmaktadır. Para talebi belirli bir faiz düzeyine geldiğinde, para arzı artışına rağmen faiz oranının düşmemesi likidite tuzağını oluşturmaktadır. Bu durumda faiz oranı etkilenmez ve para tümüyle elde tutulur.

Geleceğin belirsiz olması nedeniyle, yatırımcı kötümser bir bekleyiş içine girmektedir ve bu kötümserlik likidite talebini arttırmaktadır. Keynes, likiditeyi belli bir fiyattan kolaylıkla satılabilen şeyler olarak tanımlamaktadır. Kötümser bir yatırımcı, yatırım malları almak yerine, likit varlıklarını arttırmayı tercih etmektedir. Keynes'e göre likit varlıklar para ve tahvildir. Piyasada kötümser bekleyişler bireylerin likidite tercihini arttırmakta dolayısıyla faiz oranını yükseltmektedir. Bu ise yatırım malı talebini azaltmaktadır. Bu durumda bireyler ellerinde para ve/veya tahvil biriktirmeye başlamaktadırlar. İyimser tahminler ise bu durumun tersi sonuçlar

¹⁶ David Begg, Stanley Fisher, Rudiger Dornbusch, **Makroiktisat**, Çev.Vildan Serin, İstanbul, Alkım Yayınları, 2001, s.558

yaratmaktadır. Yatırımın marjinal etkinliği ile likidite tercihi arasında sıkı bir ilişki vardır.¹⁷ Kötümser bekleyişler sonucunda kapitalin marjinal etkinliği (yatırım talebi) eğrisi sola doğru kayacak ve bunun etkisiyle likidite tercihi eğrisi ya sağa doğru kayacak (para talebinin artması) veya aynı likidite tercihi eğrisi üzerinde aşağıya inilecektir (tahvil talebinin artması).

Keynes, Genel Teorisi'nde, faizi, belirli bir dönem için paranın likiditesinden vazgeçilmesi olarak tanımlamıştır. Likidite tercihi yani para talebi, geleceğin ne getireceğini piyasadan daha iyi bilmekle sağlanacak karı elde etmek amacı ile yapılır.¹⁸

1.1.2.4 Neo-Keynesyen, Hicks-Hansen Faiz Oranları Teorisi

Keynes'in Genel Teorisi'nin yayınlanmasından sonra bu teorinin temel özelliklerini belirlemek için Hicks ve Hansen tarafından açıklamalar getirilmiştir. 1937 yılında J. R. Hicks'in "Mr. Keynes and the Classics" adlı makalesinde Keynes'in görüşlerini ve Klasiklerin görüşlerini içeren bir teori geliştirmiştir. Bu teoriye göre, denge faiz oranı hem mal piyasası hem de para piyasası tarafından belirlenmektedir.¹⁹ A. H. Hansen bu teoriyi Para Teorisi ve Maliye Politikası kitabında daha detaylı bir şekilde açıklamaktadır ve IS-LM analizi olarak adlandırılmıştır.

Hicks ve Hansen, Klasik Ekol ile Keynes Sisteminin bir sentezini ortaya koymuşlar ve IS-LM analizini geliştirmişlerdir.²⁰ IS-LM analizi milli gelir-faiz ilişkisini göstermektedir. Maliye politikası ile ilgili kararlar IS eğrisi üzerinde etkili olmakla birlikte bu eğri mal piyasasını temsil etmektedir. Para politikası ile ilgili kararlar ise LM eğrisini etkilemekte ve bu eğri ise para piyasasını temsil etmektedir. IS eğrisinde yani mal piyasasında çeşitli faiz oranlarında tasarruf ve yatırımların eşitlendiği seviyede gelir düzeyi belirlenmektedir. LM eğrisinde yani para

¹⁷ Vural Fuat Savaş, **Keynesyen İktisat Yıkılırken**, Nobel Yayın Dağıtım, 3. Basım, Ankara, Ocak 2007, s.92

¹⁸ John Maynard KEYNES, **The General Theory Of Employment, Interest And Money**, Macmillan Pub, London, 1961, s.170-196

¹⁹ John R. Hicks, "Mr. Keynes and the 'Classics' : A Suggested Interpretation", **Econometrica**, Vol. 5, No. 2, April 1937, s. 147-159

²⁰ Ergin, a.g.e., s.272

piyasetında ise çeşitli milli gelir düzeylerinde para arz ve talebinin eşitlendiği seviyedeki faiz oranları belirlenmektedir. Bu iki eğrinin, IS ve LM eğrilerinin keşittiği noktada ise elde edilen milli gelir-faiz düzeyinde, mal ve para piyasasında eę anlı denge oluşmaktadır.

“IS-LM eğrilerinin anlatmaya çalıştığı şudur: Faiz oranlarının, tasarruf arzı, yatırım fonları talebi, nakit talebi ve para arzı gibi problemin dört değişkeni tarafından belirlenmesi en uygun açıklamadır. Çünkü, faiz oranı ile gelir seviyesini, i) kapitalin marjinal etkinliği, ii) tasarruf fonksiyonu, iii) likidite tercihi, iv) para miktarı birlikte belirlemektedir. Verimlilik (marjinal etkinlik) ve tasarruf, faiz oranları üzerinde büyük bir tesire sahip olmaktadır. Tasarrufun artması tkretim meylini azaltarak gelir seviyesine etki etmekte, sermayenin marjinal etkinliği ise yatırımları ve gelir seviyesini değiştirmek suretiyle likidite meyline ve bu yoldan faiz oranlarına tesir edebilmektedir. IS-LM eğrilerinin keşitme noktaları da, para ve mal piyasalarını dengeye getiren faiz oranını bize vermektedir.”²¹

1.1.2.5 James Tobin’in Portföy Teorisi

Tobin, Keynes’in spekülasyon amaçlı para talebi tezini geliştirmiştir. Tobin’in analizinin temel fikri, insanlar ellerinde para ve tahvilleri birlikte tutabileceklerdir, yalnız portföylerinde neleri tutmaları gerektiğine karar verirken sadece varlıkların beklenen getirisi ile ilgilenmemekte aynı zamanda varlıkların riskliliği ile de ilgilenmektedirler. Buna göre bireyler rasyonel davranmalı ve riskten kaçınmalıdırlar yani riski daha düşük olan varlıkları ellerinde bulundurmak isterler. Tobin’e göre para talebi ile varlıkların faiz geliri arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Eğer faiz oranı yüksek ise varlıkların beklenen getirisi artmaktadır ve bireyler ellerinde daha az para bulundurmak isterler. Tobin’in analizi, insanların ellerinde

²¹ Muhammet Akdiş, Faiz Politikalarının Enflasyon zerindeki Etkileri ve Türkiye, Ankara, 1995, s.53

hem tahvil hem de para bulundurarak portföylerini çeşitlendirerek risk miktarını en aza indirebileceklerini göstermektedir.²²

Faiz oranındaki değişiklikler yatırımcıların portföy belirlemelerinde önemli bir etkiye sahiptir ayrıca kazanç ve kayıp yapılarını etkilemektedir. Faiz oranlarındaki artış tahvil getirisini azaltarak daha fazla risk almaya neden olmakta diğer yandan ise tahvil sahibi olma yönüyle de daha fazla gelir elde etme imkanı sağlamaktadır. Faiz oranlarındaki meydana gelen değişiklikler gelir ve ikame etkisi yaratmaktadır. Tobin, faiz oranlarındaki değişikliklerin tasarruflar üzerinde oluşturduğu belirsizliği ikame etkisi ile pozitif, gelir etkisi ile negatif ilişkide bulunduğunu açıklamaktadır. Ekonomik karar birimleri risk alarak portföylerini oluşturmaktadırlar ve kararlarında para ve maliye politikalarının oluşturduğu piyasa göstergelerinin önemli bir etkisi vardır.²³

Merkez Bankası parasal tabanı arttırdığında, bireyler tahvil alımına yönelir ve piyasa faiz oranı düşer. Tobin'e göre paranın faiz getirisi sıfırdır ve para sadece alışverişlerde kullanılması için elde tutulmaktadır. Tobin'in portföy teorisinde bireyler kendileri için en optimal portföy yapısını tercih etmektedirler. Bireyler tercihlerinde enflasyon oranını, reel ve nominal faiz oranlarını göz önünde bulundurmaktadırlar.

²² James Tobin, "Liquidity Preference as Behavior Towards Risk", The Review of Economics Studies, No:67, Şubat, 1958, ss.65-86

²³ Tobin, a.g.e., s.79-80

1.2 ENFLASYON

1.2.1 Enflasyon Kavramı

İktisadi anlamda enflasyon, fiyatlar genel seviyesindeki önemli ve süreklilik gösteren artışlardır veya bunun nedeni olarak görülen paranın değerindeki sürekli düşüşlerdir.²⁴ Enflasyon, malların miktarlarında ve değerlerinde reel bir artış olmaksızın, fiyatlarında bir artış meydana gelmesi olarak da tanımlanmaktadır.

Ekonomide gerçekleşen her fiyat artışı enflasyon olarak nitelendirilememektedir. Fiyat artışları, ülkeden ülkeye değişen belirli bir oranın üzerine çıkması ve bu durumun süreklilik göstermesi halinde enflasyon olarak adlandırılması genel kabul gören bir tanımdır.²⁵

Enflasyonu başka bir şekilde açıklamak gerekirse, fiyatlar genel seviyesinde sürekli bir artışa karşılık, paranın sürekli değer kaybetmesidir. Halk mallardaki her fiyat yükselişini enflasyon olarak algılamaktadır. Fakat bir ekonomide enflasyonun söz konusu olabilmesi için, fiyat yükselişleri ekonomideki birkaç mal için değil, ekonomideki malların büyük bir çoğunluğunu veya tamamını kapsayacak bir şekilde gerçekleşmesidir. Fiyatlar genel düzeyinde, ekonominin genişleme ve daralma dönemlerinde gerçekleşen bir defalık artış enflasyon olarak nitelendirilmemelidir. Fiyat artışlarının önüne geçilemediği takdirde enflasyon karşımıza çıkmaktadır.

Enflasyonun düşmesi ise, fiyatlar genel düzeyinin düşmesi, bireylerin alım gücünün artması, gelirlerinin yükselmesi demek değildir. Enflasyonun düşmesi, fiyat artışlarının azalması, bireylerin alım güçlerinin daha az azalması ve neticesinde istikrar ve refah demektir.²⁶

Parasal genişleme ile beraber düşen faizler, tüketimi artırmaktadır. Para arzının artması paranın değerini düşürmektedir. Parasal genişlemeden önce bir mal için ödenen para, parasal genişlemeden sonra aynı mal için ödenen para miktarından daha düşük olmaktadır. Bu durum malın değerinin artmış olduğunu göstermemekte

²⁴ Graham Dawson, **Inflation and Unemployment: Causes, Consequences And Cures**, England Edward Elgar Publishing Ltd., 1992, s.10

²⁵ Harry G. Johnson, **Essays in Monetary Economics**, George Allen Unwin, London, 1967, s. 104-107

²⁶ TCMB, **Enflasyon**, 2004, s.3

aksine paranın değerinin düştüğünü göstermektedir. Fiyatlarda meydana gelen artış bireylerin gelirlerini ve dolayısıyla harcamalarını arttırmaktadır. Bireyin aynı malı alabilmesi için gelirinin artmış olması gerekmekte veya daha az tasarruf yapması gerekmektedir. Para arzı, talep edilen para miktarından fazla ise bu durum enflasyonu oluşturmaktadır. Toplam talebin artmasıyla, artan tüketime toplam arz kısa sürede uyum sağlayamamaktadır.

Enflasyon, ekonomide istikrarsızlık sorunu olarak görölmektedir. Ekonomideki istikrarsızlığı ortadan kaldırmak için merkez bankasının amacı olan fiyat istikrarını para politikası ile sağlaması gerekmektedir. Merkez bankası enflasyonu önlemek için uygulayacağı para politikalarına karar vermede, enflasyona nelerin yol açtığını ve enflasyonun hızlanmasına nelerin neden olduğunu bilmesi gerekmektedir.

Enflasyon şiddetine, nedenlerine ve beklentilere göre sınıflandırılmaktadır. Enflasyon türleri, nedenleri ve etkileri ve ayrıca enflasyonun açıklanmasına yönelik yaklaşımlara aşağıdaki bölümlerde yer verilmiştir.

1.2.2 Enflasyon Çeşitleri

Enflasyon, nedenlerine göre ana başlıklar altında arz ve talep enflasyonu olarak ikiye; fiyatlardaki artış hızına göre sürünen, yüksek ve hiperenflasyon olarak üçe; piyasaların işleyişine göre açık ve örtülü olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

1.2.2.1 Nedenlerine Göre Enflasyon Çeşitleri

1.2.2.1.1 Talep Enflasyonu

Talep enflasyonu, ekonomide toplam harcamaların mal arzını aşmasıyla oluşan dengesizliktir.²⁷ Genel bir ifade ile talep enflasyonu, toplam talebin toplam arzı aşması durumunda fiyatların yükselmesiyle meydana gelmektedir.

Talep enflasyonu genellikle para arzının artmasının tüketimi arttırması sonucu ortaya çıkmaktadır. Piyasada toplam talebin artmasını sağlayan sebepler

²⁷ Engin, a.g.e., s.308

içinde kişilerin gelirlerindeki artış veya piyasadaki para arzında yükseliş olmaktadır. Para arzının artması durumunda tüketim artmaktadır ve bireyler hem daha fazla mal talebinde bulunabilir, hem de talep ettikleri mal için daha fazla fiyat ödeyebilirler. Bu ise, enflasyona yol açmaktadır. Piyasada para arzı para talebinden daha fazla ise, enflasyon olgusu gerçekleşmektedir. Para arzı ve bireyin eline geçen para miktarındaki artışın sonucunda tüketim talebi artmaktadır ve bu duruma toplam arzın kısa sürede uyum sağlaması zor olmaktadır. Para arzının artmasıyla artan talebi karşılamak için firmalar ilk aşamada kapasitelerini artırma yoluna giderler; bu amaçla fazladan işçi alınması fazla mesai yapılması, yeni makineler alınması firmaların maliyetlerini arttırmaktadır. Artan maliyeti karşılamak için firmalar fiyatlarını artırırsa, enflasyona neden olurlar.²⁸

Para arzının artmasıyla başlangıçta azalan işsizlik ve artan karlarla ekonomide canlanma başlamaktadır. Ancak bu olumlu etkiler kısa süre sonra yerini artan enflasyona ve getirdiği olumsuzluklara bırakmaktadır.²⁹

Yatırım harcamaları, devletin açık finansman politikası izlemesi, kredi hacminin genişlemesi, kişilerin ve firmaların atıl paralarını dolaşıma arz etmeleri ve ödemeler dengesi fazlalığından kaynaklanan gelir artışları talep artışına neden olan faktörlerin arasında sayılmaktadır. Parasal genişleme, kamu harcamalarının artması, tüketim eğiliminin yükselmesi, nüfus artışı ve girişimcilerin karlılığa tüketicilerin ise gelirine dair iyimser beklentiler de talebi artıran faktörler arasındadır. Üretim faktörlerinin kısıtlılığı da arzın talebi karşılayamaması nedeni olarak söylenebilir.

Artan talebi karşılamak için firmalar üretimlerini artırarak, mesai saatlerini artırarak, işçi alarak ve yeni makineler alarak cevap vermektedirler. Bu durumda firmaların maliyetleri artmakta ve maliyetin artmasını fiyatları artırarak yansıtmasının sonucunda enflasyon meydana gelmektedir.

Talep enflasyonunun oluşmasına engel olmak için toplam talebin kısılması gerekmektedir. Merkez bankası enflasyon hedeflemeleriyle, faiz politikalarıyla ekonomide dengeyi sağlayarak ekonomiyi kontrol altına almaktadır. Toplam talebin

²⁸ TCMB, a.g.e., s.4

²⁹ A.g.e., s.4

toplam arzı aşması durumunda, merkez bankası fiyatların yükselmesini sağlayarak talebin kısılmasını sağlamaktadır. Sıkı para politikası ile yükselen faizlerin tüketimi düşürmesi sonucunda talep kısılmaktadır. Merkez Bankası, enflasyon hedefleme stratejisi ile enflasyon beklentilerini göz önünde bulundurarak talep enflasyonunun oluşmasını engellemek üzere sıkı para politikası uygulayabilir.

1.2.2.1.2 Arz enflasyonu

Arz enflasyonu, toplam talepte bir değişme olmaksızın toplam arzın azalması sonucunda fiyatların yükselmesi ile oluşmaktadır. Bu enflasyon türü ekonominin toplam üretimi ile ilgilidir. Arz enflasyonunu ortadan kaldırmak için ya toplam arz kısılmalı ya da toplam talep artırılmalıdır. Merkez bankası arz enflasyonunu ortadan kaldırmak için genişletici para politikası uygulayarak para arzını artırarak toplam talebin artmasını sağlayabilir. Arz enflasyonuna toplam talebin artırılması ile cevap veren merkez bankası ekonominin daha yüksek bir fiyat seviyesinde dengeye gelmesini sağlar. İstihdam eski seviyesine gelir ve işsizlik azalır.

Arz enflasyonu, maliyet enflasyonu, ithal enflasyon ve kar enflasyonu olmak üzere sınıflandırılmaktadır. Bunlardan üçü de arz enflasyonunun neden kaynaklandığını açıklamaktadır.

1.2.2.1.3 Maliyet Enflasyonu (Ücret Enflasyonu)

Maliyet enflasyonu, üretimde kullanılan girdilerin ve işgücünün maliyetinin artması sonucunda fiyatların artış göstermesi ile oluşmaktadır.³⁰ Üretimde girdi fiyatlarının yükselmesi, maliyetlerin artması toplam arzın azalmasına neden olmaktadır. Sendikaların işçi talebinden bağımsız olarak ücret arttırması, monopol gücüne sahip firmaların daha fazla kar elde edebilmek için tüketici fiyatlarından bağımsız fiyat arttırmaları, ithal mallarındaki talepten bağımsız fiyat artışları, doğal kaynakların tükenmesi ülkede üretim maliyetlerini artırarak maliyet enflasyonuna neden olmaktadır.³¹

³⁰ TCMB, **Enflasyon**, Kitapçık, s.5

³¹ John Soloman, **Economics**, Second Edition, Harvester New York, Wheatsheat Prenttice Hall, 1994, s.551

Maliyet enflasyonunu oluşturan faktörler arasında; hammadde fiyatlarındaki artışlar, enerji girdi fiyatlarındaki artışlar, kamu malları fiyatlarındaki artışlar, vergi oranlarındaki artışlar, sendikaların ücret artırılması talepleri, ücretlerin artışı, devletin belirlediği taban fiyatlar yer almaktadır. Bu faktörler kar güdüsüyle kurulan firmaların üretim maliyetlerini artırmaktadır. Firmalar artan maliyetlerini ürünlerinin satış fiyatlarına yansıtmaktadır ve neticesinde maliyet enflasyonu oluşmaktadır.

1.2.2.1.4 Fiyat Enflasyonu (Kar Enflasyonu)

Arz enflasyonunun diğer bir kaynağı, monopollerin karlarını artırmak için fiyatlarını istedikleri gibi yükselterek maliyetlerini fiyatlara yansıtmalarıdır.

Eksik rekabetin yaşandığı piyasalarda, firmalar (kartel, tröst vb. oluşumlar) aralarında anlaşarak rekabeti ortadan kaldırmaktadır ve karlarını artırmak amacı ile fiyatlarını yapay olarak yükseltmektedirler dolayısıyla fiyat enflasyonuna diğer bir deyişle kar enflasyonuna neden olmaktadır. Bu durum ise işçilerin satınalma gücünü düşürmektedir ve buna bağlı olarak daha yüksek ücret istemelerine neden olmaktadır. Merkez Bankasının genişletici para politikası uygulamalarıyla daha yüksek bir fiyat düzeyinde istihdam eski seviyesine geri dönebilmektedir.

1.2.2.1.5 İthal Enflasyon

Bu enflasyon türü dışa açık ekonomilerde görülmektedir. Gelişmekte olan ülkeler teknolojik yetersizliklerden dolayı hammadde ve ara malını dış ülkelere ithal etmek durumundadırlar. Bu durum enflasyonist bir etki yaratmaktadır.³² Hammadde fiyatlarında meydana gelen bir artış ülke içinde üretilen malların üretim maliyetini artırmaktadır.

Bu enflasyon türü, dış ticaret yoluyla dış ülkelere oluşan enflasyonist bir şok ile ülke ekonomisini etkilemektedir. Dış ülkelere enflasyonun olması ülke içindeki mallara talebin artmasına sebep olmakta ve dolayısıyla ihracatı artırmaktadır. İhracatın artmasıyla üretim artmakta yani arz artmaktadır. Ve buna bağlı olarak fiyatlarda artış meydana gelir. Ayrıca ülke içindeki firmalar üretimlerinde hammadde

³² Temel Ergun, **İthal Edilmiş Enflasyon ve Türkiye Örneği**, Kavram Yayınları, İzmir, 2002 s.62.

ve ara mallarını gerekse yatırım mallarını dış ülkelerden ithal ediyorlarsa maliyet enflasyonu oluşmakta, firmaların üretim maliyetlerini artırmaktadır ve fiyatlara yansımalarına neden olmaktadır.

1.2.2.2 Fiyatlardaki Artış Hızına Göre Enflasyon Çeşitleri

1.2.2.2.1 Sürünen Enflasyon

Sürünen enflasyon, ekonomideki fiyat artış oranlarının düşük seviyede gerçekleşmesi durumudur. Sürünen enflasyona belirsiz, gizli, sinsi ve ılımlı enflasyon da denilmektedir. Enflasyon artış oranı gelişmekte olan ülkelerde yıllık %6, gelişmiş ülkelerde ise yıllık %4 ve daha altındaki seviyelerde olduğu zaman sürünen enflasyon olarak kabul edilmektedir.³³

Sürünen enflasyon yaşandığı durumlarda para değerini kaybetmeyeceğinden halkın güveni sarsılmaz, halk paraya güvenir ve elde para tutar, tasarruflarını hisse senedi, hazine bonosu ve mevduata yatırabilir.

Fiyat artış oranları düşük seviyede gerçekleştiğinden hem bu enflasyona müdahale ve hem de sürünen enflasyon ile mücadele kolay olmaktadır. Hatta ılımlı enflasyon ekonomide büyüme gibi olumlu etkileri de olabilir.

1.2.2.2.2 Yüksek Enflasyon

Yüksek veya dörtlü enflasyon ekonomiyi zarara uğratan bir enflasyondur. Gelecek hakkındaki belirsizliği arttırmakta ve paranın değer ölçüsü ve tasarruf aracı olma özelliklerini zayıflatmaktadır. Yüksek enflasyonda fiyat artışları çift haneli hatta üç haneli seviyelerde olduğundan tüketici ve firmaların kendilerini paranın bu derece değer kaybından korumaları zorlaşmaktadır.³⁴

Yüksek enflasyonda, fiyatlar genel düzeyindeki artışlar iki haneli ya da üç haneli olmaktadır. Halkın gelecek hakkındaki beklentileri olumsuz olduğundan

³³ Bilgesu Güneş Yerli, “Ekonomik Beklentilerin Enflasyon Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği”, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Sayısal Yöntemler Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2008, s.4

³⁴ Bulut, a.g.e., s.94

ellerinde para bulundurmak istemezler. Kişiler ellerinde nakit para bulundurmak yerine faiz getirisi olan varlıklara yönelirler ve paralarını o şekilde değerlendirirler.

1.2.2.2.3 Hiperenflasyon

Hiperenflasyonun tanımını Phillip Cagan (1956) yapmıştır. Aylık %50'yi aşan oranda bir enflasyon hiperenflasyon olarak tanımlanmaktadır ve bunun yıllık birleşik değeri %13000'lik bir enflasyon oranına eşittir. Enflasyon oranları çok yükseldiğinde aylık ölçümler yapılmaktadır.³⁵ Phillip Cagan, hiperenflasyon dönemlerinde reel para balansları talebinin bütünüyle beklenen enflasyona bağlı olduğunu gözlemiş ve para talebi, reel faiz oranı ile beklenen enflasyon oranının toplamına eşit olan nominal faiz oranına bağlı olduğunu söylemiştir.

Hiperenflasyon genellikle savaş dönemlerinde ortaya çıkmaktadır. Bu enflasyon türünde fiyat artışları çok yüksek olmakta ve fiyatlar gün içinde değişimler göstermektedir. Bu dönemde halkın paraya olan güveni kalmamaktadır. Bu yüzden, halk elinde nakit para bulundurmak istemez, altın ve dövizli yerli paraya tercih etmektedir. Para arzının sürekli artmasıyla ve halkın paraya olan güveninin kaybolmasıyla, paranın değeri kaybolmakta ve para değişim aracı olma fonksiyonunu ve tasarruf fonksiyonu tamamen kaybetmektedir.

Savaş, doğal afet, siyasal istikrarsızlık dönemlerinde ülkelerin bütçe açıkları artmakta ve ülkeler bu açığı vergi ve borçlanma yoluyla finanse edememektedirler. Bu durumda oluşan bütçe açığını para basarak finanse etme yoluna gitmektedirler. Para arzının aşırı biçimde artırılması sonucu hiperenflasyon yaşanmaktadır.

Bu enflasyonun yaşandığı ülkelerde harcamalar (talep) aşırı artar, paranın dış satın alma gücü, iç satın alma gücünden hızlı düşer, fiyatlar yabancı paralarla ifade edilir, ekonomik sistem çöker, hayat standartları geriler, gelir dağılımındaki adaletsizlik artar ve halkın orta kesimi hızla fakirleşir.

³⁵ Dem, Gabriela Mihailovici, Hui Gao, "Inflation And Hyperinflation In The 20TH Century – Causes And Patterns", Columbia University, School Of International And Public Affairs, April, 2001, s.4

Hiperenflasyonun üç ayırt edici özelliği vardır. Birincisi, ücret ve fiyatların tam esnekliğe sahip olduğu, sözleşme ve fiyat değişikliklerinin tümüyle senkronize olduğu bir sisteme karşılık gelmesidir. İkincisi, parasal hesapların yapılamaması ve sonucunda para sisteminin tahrip olmasıdır. Üçüncüsü ise, hiperenflasyonun piyasa ekonomisinin kurumlarının olağan işleyişi sonunda ortaya çıkan bir kurum değil, ya siyasal otoritenin çöküşü ya da dış ticaret sorunlarıyla ilgili bir olgu olmasıdır. Bu enflasyonist süreci durdurabilmek için genellikle heteredoks istikrar programları uygulanmalıdır. Genellikle yeni bir para birimi tedavüle sokulmakta ve vergi sistemi yeniden yapılandırılmaktadır.

Hiperenflasyon, I. Dünya Savaşı sonrası Avusturya, Almanya, Polonya, Rusya ve Macaristan'da 1920-1924 yılları arasında yaşanmış, II. Dünya Savaşı sonrası Çin, Yunanistan ve Macaristan'da 1943-1950 yılları arasında yaşanmış, 1980'li yıllarda Brezilya, Arjantin, Bolivya ve Peru'da yaşanmıştır.

1.2.2.2.4 Yapısal Enflasyon

Gelişmekte olan ülkelerde ekonomi tam istihdam seviyesine ulaşırken gerekli bilgi ve teknoloji yetersizliği gibi nedenlerle artan talebin karşılanması zor olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin yapısından kaynaklanan bir enflasyon türüdür.³⁶ Ekonomik yapının esnek olmamasından kaynaklanmaktadır.

Özellikle azgelişmiş ülkelerde, ekonominin yapısındaki bozukluklardan ve darboğazlardan kaynaklanan nedenler sonucunda ortaya çıkan enflasyona yapısal enflasyon denilmektedir. Yapısal enflasyonun başlıca nedenleri arasında, tarım, sanayi ve hizmet sektörlerinin verimlilik artış hızları arasındaki farklılık, bu sektörlerin fiyat ve gelir esneklik farklılıkları, nitelikli işgücü kıtlığı, kronik ödemeler dengesi açığı, hızlı nüfus artışı, dış ticaret dengesinin sürekli olarak açık vermesi, talep yapısının üretim yapısına uymaması ve kurumsal bozukluklar gibi daha bir çok neden sayılabilir. Ayrıca bu ülkeler tarıma dayalı bir ekonomik yapısına sahiptirler. Tarımsal üretiminin artırılmaması, tarımsal ürünler arzının tarımsal ürünler talebini

³⁶ Bulut, a.g.e. s.95

karşılayamamasına neden olmaktadır. Bu durum talep enflasyonuna neden olmaktadır.

Yapısal enflasyon talep enflasyonunun sebebi olduğu gibi arz enflasyonunun da sebebi olarak gösterilebilir. İhracat gelirlerini artıramayan ve ithalat giderleri sürekli artan az gelişmiş ülkelerin dış ticaret dengeleri sürekli açık vermektedir. Dolayısıyla ithalat sınırlamaları getirilir ve ithalata dayalı üretim azalmaktadır. Bu durum arz enflasyonuna neden olmaktadır.

“Az gelişmiş ülkelerde tarımda, dış ticarete ve devlet gelirlerinde karşılaşılan darboğazlar ve yapısal bozukluklar nedeniyle ortaya çıkan arz esneksizliğinin başlattığı fiyat artışlarının kümülatif ve yaygınlaştırıcı faktörlerle enflasyonist baskıya dönüştüğünü ileri süren yapısal görüş, istikrar için bu faktörlerin tümünün birden ele alınmasını gerekli görmektedir. Bu nedenle yapısal görüş içinde, ekonomik kalkınmaya yönelik politikalar uygulanmaya konulup bu yönde başarı elde edilmeden parasal istikrarın ve fiyat istikrarının sağlanılacağına inanılmamaktadır.”³⁷

1.2.3 Enflasyonun Açıklanmasına Yönelik Teorik Yaklaşımlar

1.2.3.1 Klasik Yaklaşım Göre Enflasyon

Klasik iktisat teorisi uzun dönemi esas almaktadır. Ekonomi tam istihdam seviyesinde dengeye gelmektedir buna ek olarak fiyatların, reel ücretlerin ve reel faiz oranlarının tam esnek olduğu, her arzın kendi talebini yarattığı ve paranın sadece işlem güdüsü ile talep edildiği gibi varsayımlara dayanmaktadır. Klasik dikotomi ilkesine göre, reel sektör ile parasal sektör birbirinden ayrılmıştır ve paranın yansız olduğunu savunmuşlardır. Ayrıca para ve maliye politikaları etkisizdir dolayısıyla para ve maliye politikaları ile ekonomiye müdahale edilmemesi gerektiğini savunurlar. Firmalar ve tüketiciler piyasa hakkında tam enformasyona sahiplerdir ayrıca gelecekle ilgili olarak istikrarlı ve durağan bir beklenti içindedirler. Klasiklere göre enflasyonun sebebi para arzındaki artışlardır.

Para arzı artışları karşısında ekonomi dengesini sadece fiyat ayarlaması yaparak sağlamaktadır, istihdam ve üretim hacmi bundan etkilenmemektedir. Para

³⁷Tuğrul Çubukçu, **Enflasyon Teorisi Ve Türkiye’de Enflasyon**, H.Ü. İİBF Yayınları, No:2, Ankara, 1983, s.81

arzı artışları sadece fiyatlar genel düzeyini yükseltir ve bu yükseliş para arzı artış oranı ile aynı seviyede gerçekleşmektedir. Para arzı artışları devam ettiğinde fiyatlardaki artış da enflasyonu meydana getirmektedir. Klasik teoride, ekonomide deflasyonist bir ortamla karşılaşılmayacağı gibi, devlet para arzını kontrol altında bulundurduğu sürece enflasyonist bir ortamla da karşılaşılmayacaktır.³⁸

Enflasyon sadece para arzı artışlarından kaynaklandığı için, enflasyonu önleme politikası olarak sıkı para politikası uygulanmalı, para politikası araçları ile para arzının kısılması gerekmektedir.

Klasik teori miktar teorisi ile: Cambridge ve Fisher yaklaşımları ile açıklanmaktadır.

1.2.3.1.1 Cambridge Yaklaşımı: Para Talebi Teorisi

Cambridge yaklaşımı bir para talebi teorisidir. Bu yaklaşıma göre enflasyon Fisher Yaklaşımı'ndaki gibi, tam istihdam düzeyindeyken para miktarındaki artışın fiyatlar genel düzeyini artırmasıdır. Para işlem güdüsü ve ihtiyat güdüsü ile talep edilmektedir. Para geleceğin belirsizliğinden korunmak için elde tutulmaktadır. Para talebi harcamalar yerine elde tutulan paraya eşit olmaktadır. Bu yaklaşıma Para Tutumu Yaklaşımı da denilmektedir.

Mübadale denklemi ile Cambridge formülü arasındaki ayrılık noktası para arzı yerine para talebi yaklaşımını seçmiş olmasıdır. Cambridge denklemi şu şekilde ifade edilmektedir:³⁹

$$M_d = kPy$$

M_d : Arzulanan para miktarıdır. Halkın gelirden likit tuttuğu miktardır. Para talebidir.

P : Fiyat endeksidir.

y : sabit fiyatlarla ulusal gelirdir. Reel üretimi gösterir.

³⁸ Çubukçu, a.g.e., s.11-12

³⁹ Engin, a.g.e., s.212

k : talep edilen likiditenin ulusal gelire oranıdır.

Cambridge yaklaşımına göre k, kısa dönemde değişmektedir ve sabit kabul edilmektedir. Bu denklemde kPy nominal para talebi olarak ifade edilmektedir ve para piyasası dengede olduğu durumda para arzına eşit olmaktadır.

1.2.3.1.2 Fisher Yaklaşımı: Mübadele Denklemi

Fisher yaklaşımında enflasyon, ekonomi tam istidam düzeyindeyken para arzındaki artışın fiyatlar genel düzeyini arttırmasıdır.⁴⁰ Bu yaklaşıma göre, para gelir getirmeyeceği için mübadele ve ödeme amacı dışında elde tutulmamaktadır. Fisher yaklaşımı parasal değişimlerin uzun dönemdeki etkileriyle ilgilenmektedir. Irving Fisher, 1911 yılında yayınladığı “Paranın Satınalma Gücü” adlı kitabında, para arzı ve fiyatlar genel seviyesi arasındaki doğru yönlü ilişkiyi matematiksel olarak izah etmiştir. Kitabında mübadele denklemini şu şekilde ifade etmektedir:

$$M \cdot V = P \cdot T$$

M = para miktarı

V = tedavüldeki paranın dolaşım hızı

P = fiyatlar genel seviyesi

T = reel işlem hacmi (değişime konu olan ürün miktarı)

Denklemin sol tarafı, nominal para arzı ile paranın dolaşım hızının çarpımından oluşan toplam satınalma gücünü, yani toplam talebi göstermektedir. Denklemin sağ tarafı ise, üretim miktarı ile fiyatlar genel seviyesinin çarpımından oluşmakta ve toplam arzı göstermektedir. Paranın dolaşım hızı ve milli hasıla sabitken fiyatlar genel seviyesi nominal para arzına bağlıdır.

Irving Fisher, mübadele denklemini şu sözlerle açıklamaktadır:

“Bireylerin tecrübelerine ve takdirlerine dayanarak ellerinde tuttıkları belirli bir para vardır. Para arttığında, önce ellerine geçecek likidite fazlasını tutarlar ve bu

⁴⁰Irving Fisher, *The Purchasing Power of Money*, New York: The Macmillan Company, 1963, s.157

yüzden dolaşım hızı yavaşlar. Ancak tuttıkları fazla para, bir süre sonra onları bir şeyler almaya ve bir şeyler yapmaya iter. Yaptıkları harcama, likiditeyi başkalarının aktifine geçirir. Onlar da aynı davranışı tekrarlarlar. Fazla gelen para, böylece hareketli bir el değiştirme sürecine girer. Banknot ve kaydi para dolaşımı daha önceki hızını yeniden bulur. Satılan miktarlar aynı olduğu halde (MV) nin bir kat artması, fiyatları %100 yükseltebilir.”⁴¹

Fisher denklemi ve Cambridge denklemi karşılaştırıldığında $V=1/k$ veya $k=1/V$ olduğu görülür. Paranın dolaşım hızı sabit olduğuna göre, k katsayısı da sabit olmaktadır. Yani nominal milli gelir ne olursa olsun, onun para olarak elde tutulmak istenen oranı değişmemektedir. Para arzı artırıldığında k ve dolayısıyla V de bundan etkilenmemektedir. Para arzı ne kadar artırılırsa artırılın halkın işlem güdüsüyle elde tutmak isteyeceği nakit oranı değişmeyecektir. Para arzı artışları üretim hacmini de etkilemeyeceğinden, sadece fiyatlar genel düzeyini yükselterek arz talep dengesinin daha yüksek fiyatlarda dengede olmasına sebep olacak fiyat artışları devam ederse enflasyona sebep olacaktır.⁴²

Fisher tarafından geliştirilen paranın miktar kuramı, toplam gelirin veri bir seviyesi için ne kadar paranın talep edildiğini ortaya koymaktadır. Fisher yaklaşımında para isteğe bağlı olarak değil, gelir ve harcamalar arasındaki zaman uyumsuzluğunu gidermek amacıyla zorunlu olarak tutulmaktadır.⁴³

Fisher’de $MV=PT$ denkleminde M para arzını ifade ederken, Cambridge denkleminde ($M_d=kPy$) M para arzını değil para talebini göstermektedir ve talep edilen paranın her zaman fiili para miktarına eşit olması gerekmemektedir.⁴⁴

1.2.3.2 Keynesyen Yaklaşım Göre Enflasyon

1936 yılında, John Maynard Keynes, Genel Teori olarak bilinen “İstihdam, Faiz Ve Paranın Genel Teorisi” adlı kitabı ile makroekonomi teorisini temelinden değiştiren bir eser ortaya koymuştur. Keynes, ekonominin eksik istihdam düzeyinde

⁴¹ Engin, a.g.e, s.200

⁴² A.g.e., s.13

⁴³ Ahmet İncekara, Ferda Yerdelen Tatoğlu, Halil Tunali, **Para Talebi Olgusu Ve Türk Halkının Para Talebinin İncelenmesi**, İktisadi Araştırmalar Vakfı, Nisan 2010, s.9

⁴⁴ A.e., s.11

bulunduğu müddetçe para miktarı artısının istihdam ve üretim seviyesini yükselteceğini, tam istihdam düzeyine ulaşıldığında ise, fiyatların para miktarıyla aynı oranda değişeceğini belirtmiştir.⁴⁵

Keynes kısa dönemi ele almaktadır. Ekonomi eksik istihdam seviyesinde bulunduğundan tam istihdama ulaşmak için maliye politikaları bir araç olarak kullanılabilir. Keynes'e göre faiz, para arzı ve para talebi tarafından belirlenmektedir ve likiditeden vazgeçmenin bedelidir. Ücretler ve fiyatlar katıdır. Tüketiciler ve firmalar piyasa hakkında eksik enformasyona sahiptirler ve gelecekle ilgili olarak istikrarlı ve durağan bir beklenti içindedirler. Para, işlem ve ihtiyat güdüsünün yanında spekülasyon güdüsüyle de talep edilmektedir. Para talebi faize duyarlıdır. Keynes'e göre Say Yasası geçerli değildir, yani her talep kendi arzını yaratır. Para politikası reel kesimi etkileyebilir. Eksik istihdam seviyesinde para yanlıdır, fakat ekonomi tam istihdam seviyesinde dengeye ulaştığında para nötrdür, yani tam istihdam seviyesine ulaşıldığında Klasiklerin dikotomi ilkesi geçerli olmaktadır. Keynesyen görüşe göre para arzı artırıldığında önce faizler etkilenir ve düşme eğilimi gösterir, dolayısıyla yatırımlar artar ve daha sonra milli gelir artmaktadır.

Eksik istihdam seviyesinde, herhangi bir efektif talep değişmesinin öncelikle fiyatları değil üretim ve istihdam seviyesini değiştirmesi görüşü, Genel Teori'nin Klasik iktisatçılardan ayrıldığı en önemli noktalardan biridir.⁴⁶

Keynes para miktarındaki artışların fiyatlar üzerinde hiçbir etkisi olmadığını ve bunun efektif talebi artırarak istihdamı genişleteceğini ve tam istihdam noktasından sonra ise Miktar Teorisinin geçerli olacağını söylemektedir. Tam istihdam noktasından sonra ortaya çıkan fiyat artışlarına "gerçek enflasyon" adını vermiştir.⁴⁷

Keynes, "How to Pay for the War" adlı kitabında enflasyon ile ilgili görüşlerini ele almış, enflasyonist açık kavramını analiz etmiştir. Enflasyonist açık, tam istihdam noktasının veya üretim kapasitesinin sınırları ötesinde efektif talebin

⁴⁵ John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, The Macmillian Pub., London, 1961, s.296)

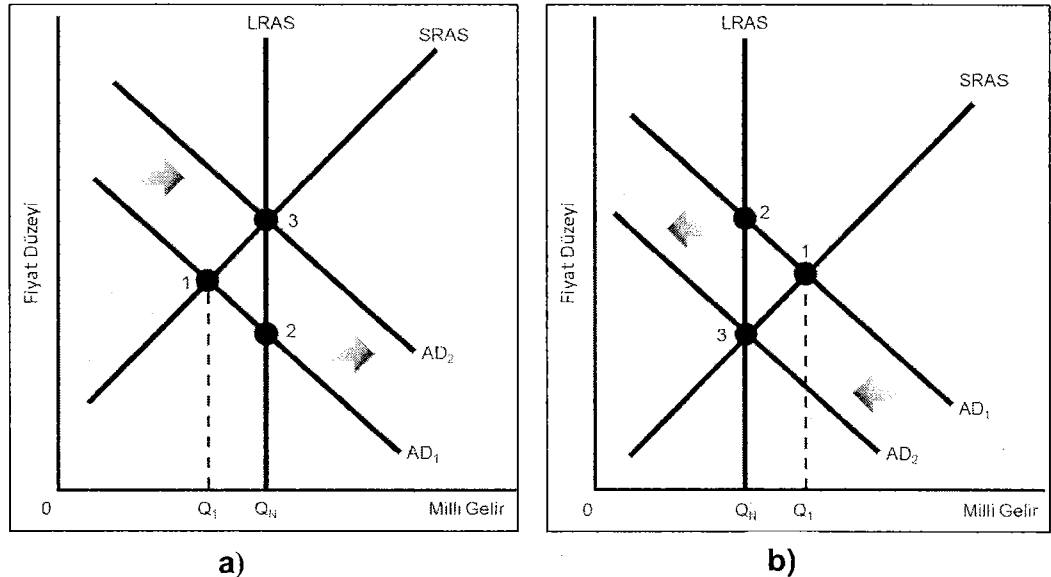
⁴⁶ Çubukçu, a.g.e., 67

⁴⁷ Keynes, a.g.e, s.289-303

toplam arzın aşan kısmı olmakta ve bu açık dolayısıyla fiyatlar genel seviyesi yükselmektedir. Enflasyonist açığı yaratan harcama artışlarının finansmanı para miktarı artırılarak yapılabileceği gibi, bu harcamalar vergilerle veya açık piyasa işlemleriyle piyasadan para çekilerek de karşılanabilmektedir. Ayrıca para miktarında bir artış olmasa bile, efektif talebin devlet harcamalarındaki artış, tüketim harcamalarındaki artış, ihracatın ithalatı aşması gibi artışlarla enflasyonist açık meydana gelmektedir. Ekonomi tam istihdam noktasına ulaşmış ise, efektif talep artışları arz tarafından karşılanamamaktadır ve dolayısıyla fiyatlarda yükseliş meydana gelmektedir.⁴⁸

Ekonomi tam istihdam seviyesinde ise, para arzı artışının sebep olduğu efektif talepteki artış, reel milli gelir seviyesini artırmamakta sadece nominal milli gelir seviyesini yani fiyatları artırmaktadır. Keynes tam istihdam şartlarında bile para arzı artışlarının aynı oranda fiyatlara yansımayacağını, bunun daha çok arz esnekliğine bağlı olduğunu belirtmiştir.⁴⁹

Grafik 3: Keynesyenler



Kaynak: Roger A. Arnold, *Macroeconomics*, Third Edition, West Publishing Company, 1996, s. 206

⁴⁸ Çubukçu, a.g.e., s.19-20

⁴⁹ Akdiş, a.g.e., s.72

Birinci (a) grafikte, makroekonomik denge başlangıçta 1 numaralı noktada tam istihdam düzeyinin altında gerçekleşmiştir. Toplam talep ekonomiyi doğal dengeye (Q_N) taşımak için çok düşük düzeydedir. Dengedeki reel hasıla tam istihdam düzeyindeki reel hasılanın altındadır. Q_1 ile Q_N arasındaki farka deflasyonist açık denilmektedir. Deflasyonist açık, ekonomide kaynakların özellikle emek faktörünün tam olarak istihdam edilmediğini, talep yetersizliğinin olduğu anlamına gelmektedir. Genişletici para ve maliye politikaları ile yani toplam talebi arttırıcı politikalar ile toplam arzı arttırıcı politikalar uygulanarak deflasyonist açık kapatılabilir. Toplam talebi arttırıcı politikalar uygulanarak AD eğrisi sağa kayar ve ekonomi Q_N seviyesinde 3 numaralı noktada daha yüksek bir fiyat düzeyinde dengeye gelmektedir.

İkinci (b) grafikte ise, makroekonomik denge tam istihdam düzeyinin üstünde gerçekleşmektedir. Ekonomideki reel milli gelir tam istihdam seviyesinin üstündedir. Q_N ile Q_2 arasındaki fark enflasyonist açığı göstermektedir. Enflasyonist açık, ekonomide aşırı talep olduğunu dolayısıyla fazla üretim nedeniyle kaynakların aşırı yoğunlukta kullanıldığını göstermektedir. Başlangıçta ekonomi 1 numaralı noktada tam istihdam seviyesinin üzerindedir. Toplam talebi daraltıcı politikalar ile yani daraltıcı para ve maliye politikaları ile enflasyonist açık kapatılabilir. Toplam talep daraltılarak AD eğrisi sola kayar ve ekonomi Q_N seviyesinde 3 numaralı noktada daha düşük bir fiyat düzeyinde dengeye gelmektedir.

Keynesyen görüşe göre enflasyonun nedeni talep fazlalığıdır. Enflasyonist ortamdan kurtulmak için ekonomiye devlet maliye politikalarıyla müdahale etmelidir. Talebin kısılması için daraltıcı maliye politikası uygulanmalıdır. Keynesyen teoride belli bir noktadan sonra para arzı artsa bile faiz oranları bu durumdan etkilenmeyecektir. Yani ekonomide likidite tuzağı olduğundan para politikası etkin değildir. Ekonomiye devlet maliye politikası ile; kamu harcamaları ve vergiler ile müdahale etmelidir.

1929'larda yaşanan Büyük Buhran' dan kurtulmanın yollarını ortaya koyan Keynes, 1970'lere kadar ekonomide uygulanan politikalarda başarılı olmuştur.

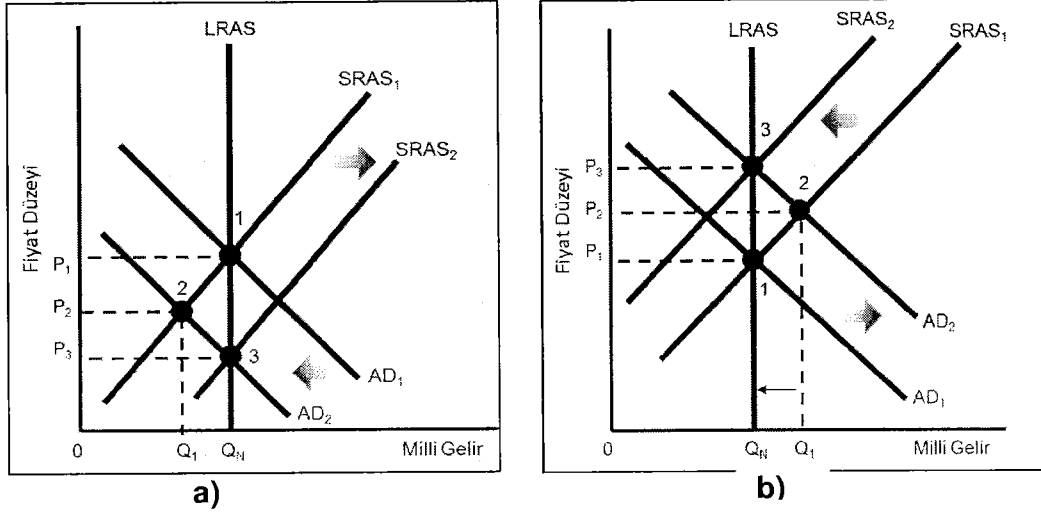
1970'li yıllarda enflasyon ile işsizliğin aynı anda görülmesine yani stagflasyon olgusuna Keynesyen makro teori bir açıklama getirememiş, çözüm üretmede yetersiz kalmıştır. Keynesyen görüş yerini monetarist görüşe, yani paracı yaklaşıma bırakmıştır.

1.2.3.3 Monetarist Yaklaşım Göre Enflasyon

Chicago Üniversitesi'nin en önemli temsilcilerinden olan Milton Friedman, 1955 ile 1965 yılları arasında Monetarist Makro İktisat Teorisinin temellerini oluşturmuştur. 1970'li yıllarda ekonomide gerçekleşen stagflasyon olgusuna Keynesyen Yaklaşım bir çözüm bulamadığı için, Milton Friedman Klasik Miktar Teorisini geliştirerek Modern Miktar Teorisini ortaya koymuştur. Friedman'a göre paranın modern miktar teorisi, bir para talebi teorisidir.

Monetarist Yaklaşım'a göre, kısa ve uzun dönemde paradaki değişikliklerin etkileri farklı olmaktadır. Uzun dönemde para arzındaki değişiklikler, reel değişkenleri etkilememektedir, sadece fiyatları değiştirmektedir. Kısa dönemde ise para politikasının para arzındaki değişimlerin önemli reel etkileri olmaktadır. Nominal para arzı, nominal milli gelirin en önemli belirleyicilerindendir. Nominal para arzı arttığında önce milli gelir artar fiyatlar daha sonra etkilenmektedir. Ekonomide istikrarı sağlamak için para politikası kullanılmalıdır.

Grafik 4: Monetarist Yaklaşım



Kaynak: Roger A. Arnold, Macroeconomics, Third Edition, West Publishing Company, 1996, s. 271

Soldaki (a) grafikte, başlangıçta ekonomide denge, P_1 fiyat düzeyinde ve Q_N gelir seviyesinde 1 numaralı noktadadır. Toplam talep düştüğünde AD eğrisi sola kayar ve denge P_2 fiyat düzeyinde, Q_1 gelir seviyesinde 2 numaralı noktada gerçekleşmektedir. Dengedeki reel hasıla tam istihdam reel hasılasının altındadır ve işsizlik artmıştır. Adaptif beklentiler ile toplam arzın (SRAS) sağa kayması ekonomiyi tam istihdam (Q_N) seviyesine ve P_3 fiyat düzeyinde 3 numaralı noktaya taşımaktadır.

Sağdaki (b) grafikte ise, başlangıçta ekonomi 1 numaralı noktada P_1 fiyat düzeyinde tam istihdamdadır. Para arzında bir artış gerçekleştiğinde AD eğrisi sağa kayar ve fiyatlar P_2 düzeyine, milli gelir Q_N seviyesine ekonomi 2 numaralı noktaya ulaşmıştır. İşçiler fiyatlar yükselmesine rağmen ücret artışı talebinde bulunmamakta ve işverenler bir süre üretimlerini karlı bir şekilde devam ettirebilmektedirler. Enflasyon oranı işçiler tarafından algılanıp daha yüksek ücret talebinde bulunmalarıyla işsizlik doğal işsizlik seviyesine (Q_N) dönmekte ve toplam arz eğrisi (SRAS) sola kaymaktadır. Bu durumda, fiyatlar bir kez daha artarak P_3 düzeyine gelmiştir, milli gelir Q_N seviyesinde iken ekonomi 3 numaralı noktada dengededir.

Monetarist iktisatçılara göre, para arzı artışının makroekonomik denge üzerindeki etkisi kısa ve uzun dönemde farklılık göstermektedir. Kısa dönemde ücretlerin tam esnek olmayışı ve para yanılışı varoluşu nedenleriyle nominal para arzı artışı reel değişkenleri etkileyebilmektedir. Para arzı artışı uzun dönemde ise reel değişkenler üzerinde değil sadece fiyatlar genel düzeyinde değişikliklere neden olmaktadır.

Monetarist yaklaşım enflasyonun tek kaynağının para arzı artışı olduğunu kabul etmektedir. Ücret ve maliyet artışları ancak para arzı artışlarıyla desteklenirse enflasyona neden olmaktadır. Para talebi istikrarlı olduğundan fiyat artışlarını para arzı belirlemektedir. Para arzında aşırı bir artış ile mal ve hizmetlere olan talep artacak ve piyasada oluşan talep fazlası fiyatları artıracaktır. Enflasyonist bir ortam oluşmaması için para arzının kontrolü gerekmektedir.⁵⁰ Enflasyon oluşumunu engellemek için sıkı para politikası uygulanmalı, para arzı kısılarak kontrol altına alınmalıdır. Uyumcu beklentilerin de enflasyon üzerinde etkisi vardır. Uyumcu beklentiler teorisi, ekonomik birimlerin gelecekle ilgili tahminlerini oluştururken ellerindeki bütün bilgiyi kullanmadıkları, sadece geçmiş verilerden faydalandıklarını varsaymaktadır.

Friedman'a göre enflasyonun sebebi, harcanabilir mal ve hizmet miktarının para miktarı kadar hızlı artmaması ve dolayısıyla fiyatların artış göstermesidir.

“Enflasyon, para miktarının üretilen mal miktarından daha fazla arttırılması ile meydana gelir ve birim mala düşen para miktarı arttıkça enflasyon da artar. Modern miktar teorisinde açıklandığı gibi, faiz oranlarına parayı elde tutmanın fırsat maliyetini belirleme yönüyle bakılmakta ve para talebinin istikrarlı olduğu belirtilerek para arzı artışlarının doğrudan fiyat artışlarına yol açacağı ileri sürülmüştür. Para miktarının mal miktarından fazla artması ile fiyat artışlarının meydana geleceği belirtildiği halde, faiz oranlarının üretim artış oranını aşmasıyla da enflasyon doğabileceği konusu üzerinde durulmamıştır. Monetarist iktisatçılar, para miktarındaki artışların üretim üzerindeki etkisinin çok az olduğunu söylemektedirler. Bu durumda ise, para

⁵⁰ Çubukçu, a.g.e., s.36

üzerine konulan ve paranın artması sonucunu doğuran toplam faizin, fiyatları arttırmaktan başka bir etkisi olmaması gerekmektedir.”⁵¹

Friedman’ın miktar teorisi Klasik iktisatçıların miktar teorisindeki gibi para arzına değil, para talebine ağırlık vermiştir. Cambridge denkleminde:

$M_d = kPy$ şeklindeydi. Bu ifade $\frac{M}{P} = kY$ şekline dönüştürülebilir.

Fridman’a göre reel para talebi:⁵²

$$\frac{M}{P} = M_d (i_b, i_c, w, W, u)$$

M_d : para talebidir.

P : fiyatlardır.

i_b : tahvil faizleridir.

i_c : hisse senedi temettüleridir.

$(1/P)(dP/dt)$: zamanla fiyat hareketleri sonunda paranın satınalma gücündeki değişimdir.

w : maddi servet / beşeri servet oranıdır.

W : toplam servettir.

u : zevkler ve tercihleri belirleyen değişkenlerdir.

Monetarist yaklaşımda enflasyon parasal bir olgudur. Para arzının büyüme oranı enflasyon oranını, para arzının büyüme hızı ise enflasyon hızını açıklamaktadır. Enflasyonun tek nedeninin para miktarındaki artış olduğunu savunurlar. Parasal genişleme ile birlikte gerçekleşen faiz oranları da enflasyonist ortam oluşturmaktadır. Enflasyonu ortadan kaldırmak için merkez bankası ekonomiye para politikalarıyla müdahalede bulunmalıdır. Uzun dönemde enflasyonu kontrol altında tutmak için, merkez bankası para arzını, ulusal gelirdeki artış oranında, iktisadi büyüme hızı oranında artırmalıdır.

⁵¹ Akdiş, a.g.e., s.79-80

⁵² Engin, a.g.e., s.290-291

1.2.3.4 Yeni Klasik Yaklaşım Göre Enflasyon

Yeni Klasik Makro İktisat Teorisi köklerini Monetarist İktisattan almıştır. Enflasyonun analizinde monetarist iktisatçılar ile aynı görüşlere sahiptirler fakat monetaristlerin uyumcu beklentiler hipotezine karşı rasyonel beklentiler hipotezini geliştirmişlerdir. Yeni Klasik modelde ücret ve fiyatlar esnek, ekonomi tam istihdam düzeyinde, rasyonel bekleyişler hakim ve ekonomideki dalgalanmaların temel kaynağı toplam talepte gerçekleşen beklenmeyen değişimlerdir. Beklenen talep değişimleri istihdam ve hasıla üzerinde etkili olmamaktadır.

Rasyonel beklentiler hipotezi, ilk kez 1961 yılında J. Muth'un "Rasyonel Beklentiler ve Fiyat Hareketleri Teorisi" makalesinde karşımıza çıkmaktadır.⁵³ Bu hipoteze göre, ekonomik karar birimleri gelecekle ilgili bir tahmin yaparken ellerindeki bütün bilgiyi en etkin şekilde kullanmaktadırlar ve sistematik ve tekrarlayan hatalar yapmamaktadırlar.

Enflasyon tahmininde rasyonel beklentilerin formülasyonu şu şekildedir:

$$P_t^e = P_t + \varepsilon_t$$

P_t^e = t yılından t+1 yılına doğru beklenen enflasyon oranı (Rasyonel beklentilere sahip olan ekonomik karar birimlerinin gelecek dönem için fiyatlar genel düzeyi beklentisi)

P_t = t yılından t+1 yılına cari enflasyon oranı (ekonomi dengede iken fiyatlar genel düzeyi)

ε_t = rastgele hata terimi (rassal faktörler)

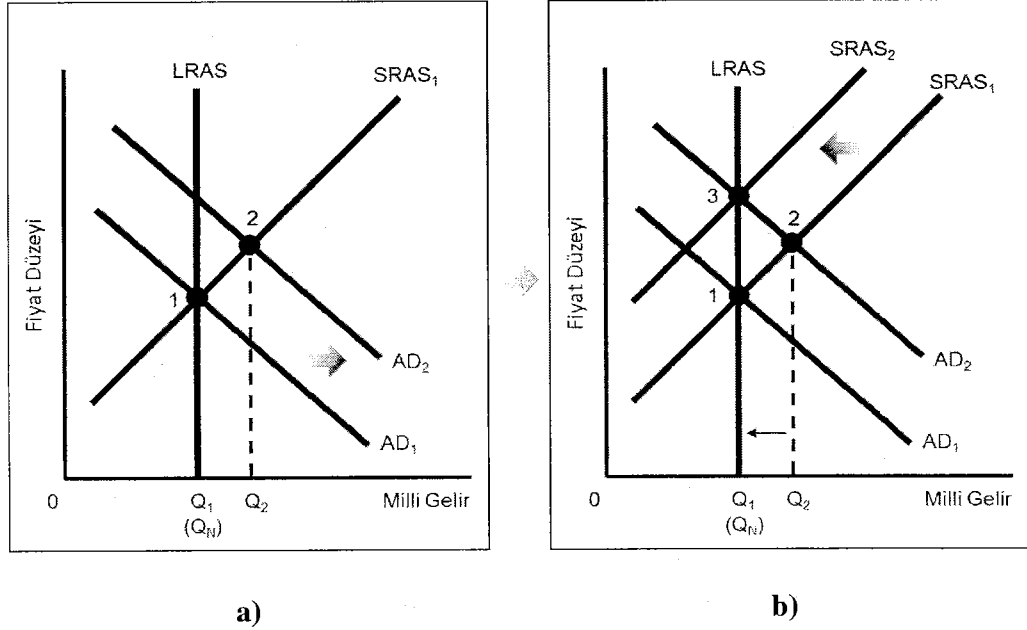
Rastgele hata teriminin ortalaması sıfırdır.

Rasyonel beklentiler hipotezine göre, gelecekteki enflasyonun ne olacağını ekonomik karar birimleri tahmin edebilmektedir, dolayısıyla bu beklentilere göre ücret ve fiyat artışları değişme gösterebilmektedir. Beklenen ve gerçekleşen enflasyon oranları arasında bir fark yoktur. Kısa dönemde dahi enflasyon ile işsizlik

⁵³John Muth, "Rational Expectations and the Theory of Price Movements", *Econometrica*, July 1961, Vol 29, No 3, s. 315-335

arasında bir ilişki yoktur ve Phillips eğrisi doğal işsizlik oranına dik bir doğru şeklindedir.

Grafik 5: Rasyonel Beklentiler ve Yeni Klasik Teori



Kaynak: Roger A. Arnold, Macroeconomics, Third Edition, West Publishing Company, 1996, s. 272

İlk grafikte (a), ekonomi 1 numaralı noktada dengededir. Toplam talebin artması AD eğrisini sağa kaydırır ayrıca beklenen enflasyon oranında bir değişme olmaması ekonominin denge noktasının 1'den 2 numaralı noktaya kaymasına neden olmaktadır. Bu yeni dengede, fiyat düzeyi ve milli gelir artmıştır. Aynı zamanda işçiler toplam talepteki artışın getirdiği yüksek fiyatlara tepki olarak beklenen enflasyonu yukarı yönlü revise etmişlerdir. Bu durum sağdaki grafikte (b) görülmektedir. Ücret oranları yükselmeye başlamaktadır. Buna bağlı olarak toplam arz eğrisi sola doğru kayar, ekonomi 3 numaralı noktada dengeye gelmekte ve fiyatlar bir kez daha yükselmekte, milli gelir ise bu noktada eski seviyesine geri gelmektedir.⁵⁴

Yeni Klasikler, enflasyonun nedeni, para miktarındaki artış beklentilerinin fiyatlar genel düzeyinin artırması olarak kabul etmektedirler. Enflasyonun önüne

⁵⁴ Arnold, a.y.

geçebilmek için ekonomiye sıkı para politikası ile müdahale edilmelidir. Beklenen politikaların istihdam ve hasıla üzerinde bir etkisi olmamaktadır ancak enflasyon düşürülmek isteniyorsa politika öngörülür olmalıdır. Beklenen talep düşürücü politika uygulandığında fiyatlar düşüşlerine ücretler düşüşle karşılık verir ve toplam arzın genişlemesi sonucu fiyatlar bir kez daha düşer fakat milli gelirden bir değişim olmamaktadır. Kısa dönemde dahi uygulanan politikaların üretim ve istihdam üzerinde bir etkisi yoktur.

Rasyonel beklentiler teorisine göre, ekonomide para arzı artışı yaşandığında bireyler fiyatlar genel düzeyinde artış olacağını tahmin edebilirler. Fiyatlarda meydana gelen artış ile nominal faiz oranı da yükselmektedir. Ekonomik birimler enflasyonist bir ortam oluşacağını tahmin ettiklerinden ekonomide ücret artışları ve fiyat artışları yaşanacaktır. Sonuç olarak parasal genişleme ekonomide enflasyonist bir ortam oluşturarak, istihdam üzerinde bir değişiklik olmadan sadece fiyatlar genel düzeyinde bir artış meydana getirmektedir.

Anti-enflasyonist mücadeleyi yürütebilmek için, kamuoyunun merkez bankasına güvenerek, merkez bankasının ilan ettiği parasal daralmayı yapacağına inanması gerekmektedir. Kamuoyunun merkez bankasına güveni yoksa, enflasyonist beklentiler düşmeyecektir.

1.2.3.5 Arz Yanlı Yaklaşım Göre Enflasyon

Yeni Klasik makro iktisat teorisinden ayrılan Edward Prescott, Finn Kydland, Charles Plosser, Robert King, Robert Barro gibi iktisatçılar yeni bir teori geliştirerek adına Reel Konjonktür Teorisi adını vermişlerdir. Reel Konjonktür Teorisine göre, ekonomideki istikrarsızlığın sebebi parasal şoklar değil reel şoklardır.

Ekonomideki istikrarsızlıkların sebebi olarak, yeni klasik makro teori talep yanlı şokları, yani para miktarındaki değişimleri gösterirken; reel konjonktür teorisi arz yanlı şokları, yani teknolojiye rastgele değişimleri esas almaktadır.⁵⁵

Reel Konjonktür teorisi, ekonomideki dalgalanmaların kaynağı olarak teknolojik değişimler, maliye politikasındaki değişimler, hammadde reel

⁵⁵ A.e., s.284

fiyatlarındaki değişmeler ve bireysel tercih değişikliklerini göstermektedirler. Parasal değişme, üretim ve istihdam seviyesinde bir değişiklik yaratmaz, fiyatlar genel seviyesini değiştirir. Para politikalarıyla enflasyon önlenir. Maliye politikasıyla ise vergi oranlarında değişmeler yapılarak üretim ve istihdam etkilenebilir bu yolla konjonktür dalgaları engellenebilir.

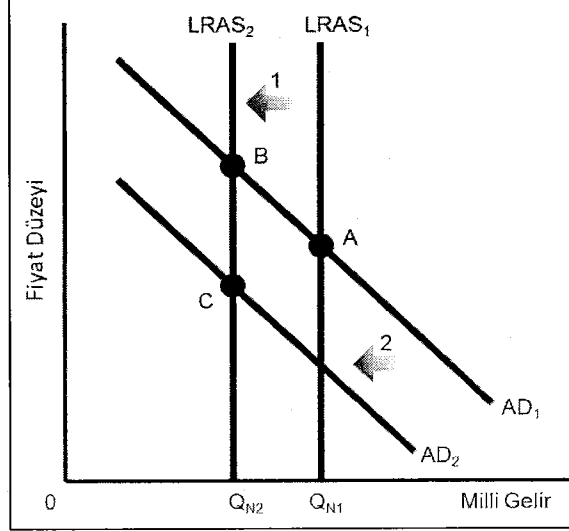
Konjonktür dalgalanmalarını harekete geçiren güç, teknolojik gelişmenin belirlediği verimlilik artış oranıdır. Verimlilikteki bir değişmenin genişlemeye ve daralmaya neden olan iki etkisi vardır. Bunlar yatırım talebinde ve işgücü talebindeki değişmelerdir. İktisadi dalgalanmaların açıklanmasında emek arzı çok önemlidir. İnsanlar ne zaman çalışacaklarına fayda-maliyet hesabı yaparak karar vermektedirler. Reel Konjonktür Teorisini benimseyenler zamanlar arası ikame etkisinin büyük olduğunu savunmaktadırlar. Reel faiz oranının bir fonksiyonu olarak toplam arz ve toplam talep eğrileri çıkarılabilir ve çeşitli şoklara bağlı olarak meydana gelebilecek iktisadi dalgalanmalar açıklanabilmektedir. Toplam talep veya toplam arzdeki değişmeler denge faiz oranını ve hasıla miktarını değiştirebilir. Ayrıca zamanlar arası ikameden dolayı istihdam hacmi de değişmektedir.

Arz yanlı yaklaşıma göre, toplam talep ve toplam arz eğrilerindeki kaymaları maliye politikası değişiklikleri ve teknoloji şokları ile açıklamaktadırlar. Teoride para nötr olduğundan dolayı, para politikası değişikliklerinden söz edilemez.

Konjonktürel dalgalanmalara nominal değil reel değişmeler neden olmaktadır. Para miktarında gerçekleşen değişme toplam talebi de değiştirmektedir. Fakat, paranın dışında herhangi bir reel değişme yok ise, kaynak kullanımı da değişmez ve para miktarının değişmesi sadece fiyat düzeyini değiştirmektedir.

Aşağıda reel konjonktür teorisi grafik ile açıklanmaktadır.

Grafik 6: Reel Konjonktür Teorisi



Kaynak: Roger A. Arnold, **Macroeconomics**, Third Edition, West Publishing Company, 1996,s. 342

Yukarıdaki grafiğe baktığımızda, kısa dönem toplam arz eğrisi yer almamaktadır; çünkü teoride bunun hiçbir anlamı yoktur. Emek piyasası aralıksız bir şekilde kendi dengesine hareket eder ve nominal ücret serbest bir şekilde ayarlanmaktadır. İlk olarak ekonomi A noktasında dengede iken, istihdamın azalması toplam üretimi ve toplam arzı azaltarak uzun dönem toplam arz eğrisinin (LRAS₁) sola kaymasına neden olmaktadır. Ekonomi B noktasına gelir, burada milli gelir azalmış, fiyat düzeyi ise yükselmiştir. Yatırım talebindeki azalma ise toplam talebi azaltmaktadır. Toplam talep (AD₁) eğrisi sola kaymaktadır. Fiyat düzeyi düşer ve reel gelir düzeyi de düşerek ekonomi durgunluk dönemine girmektedir. Son olarak, gelir düzeyi Q_{N1}'den Q_{N2}'ye gelmiştir, fiyat düzeyi gerilemiştir ve ekonomi C noktasında dengeye gelmektedir.

1.2.3.6 Yeni Keynesyen Yaklaşım Göre Enflasyon

Yeni Keynesyen yaklaşım ilk defa 1984 yılında Michael Parkin tarafından ortaya atılmış, Lucas'ın 1970'lerde Keynesyen makro iktisat teorsine yönelttiği eleştirilere karşılık olarak geliştirilmiştir. Keynesyen teorisinin zayıf olan yanlarını ve fiyat ve ücret yapışkanlıkları gibi varsayımlarının mikroekonomik temellerini güçlendirmeye çalışmışlardır.

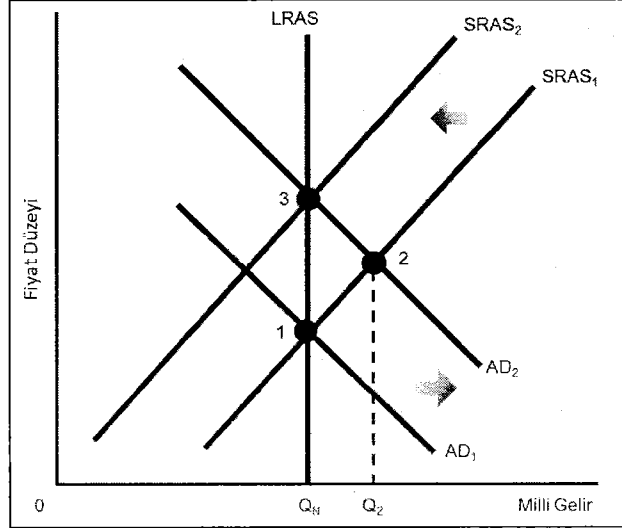
Yeni Keynesyen iktisatçılar, eksik rekabet piyasasını, rasyonel beklentiler hipotezini kabul etmektedir ve ekonomideki dalgalanmaların temel kaynağı olarak toplam talep şoklarının yanında toplam arz şoklarının da etkisi olduğunu söylemektedirler. Eksik rekabet piyasasında fiyatlar katı olduğundan para kısa dönemde yanlı, uzun dönemde ise yansızdır. Yani ekonomi eksik istihdam seviyesindeyken fiyatlar katı, tam istihdam seviyesindeyken fiyatlar esnek olmaktadır.

Yeni Keynesyen iktisatçılar, reel ve nominal şokların toplam talebi etkileyerek beklenmeyen şokların kısa dönemde reel ekonomiyi etkileyeceğini söylemektedirler. Ayrıca fiyat ve ücret yapışkanlıklarından dolayı beklenen şoklarında ekonomi üzerinde bir etkiye sahip olacağını savunmaktadırlar. Ekonominin tam istihdam seviyesine gelebilmesi için toplam talebi arttırıcı politikalar uygulanması gerektiğini öne sürmektedirler.

Yeni Keynesyen Yaklaşımına göre, “Yeni Keynesyen Phillips Eğrisi cari dönem enflasyonunu, gelecek döneme ilişkin enflasyon beklentilerine ve çıktı açığına bağlı olarak göstermektedir. Ekonomik birimlerin oluşturdukları enflasyon beklentileri, cari dönem enflasyonunun belirleyici bir unsuru olarak ortaya çıkmaktadır. Ekonomik birimlerin enflasyonun artması yönündeki beklentileri enflasyonun gerçekte de artmasına neden olmakta, bu nedenle merkez bankalarının enflasyon beklentilerini kontrol altına almaları fiyat istikrarı açısından önem taşımaktadır.”⁵⁶

⁵⁶ TCMB Bülten, mart 2012, sayı:25, s.2

Grafik 7: Yeni Keynesyenler



Kaynak: Roger A. Arnold, **Macroeconomics**, Third Edition, West Publishing Company, 1996, s. 309

Yeni Keynesyen iktisatta, kısa dönemde para arzında değişme beklense dahi kısa dönemde fiyat yapışkanlığı sebebiyle sadece milli gelirden değişim görülmektedir. Para arzında beklenmeyen bir değişim olduğunda toplam arz eğrisi değişmemekle birlikte yalnız gelir değişmektedir. Beklenen bir parasal değişim durumunda ise, beklenen fiyat düzeyi değişmektedir. Uzun dönemde ekonomi Q_N düzeyindedir. Başlangıçta denge durumu Q_N düzeyinde 1 numaralı noktada dengededir. Toplam talep arttığında AD eğrisi sağa kayar ve çıktı kısa dönemde Q_2 seviyesine yükselir. 2 numaralı noktada fiyat düzeyi de artmıştır. Daha sonra iktisadi ajanlar beklentilerini değiştirirler ve SRAS eğrisi sola kayar yeni denge noktası 3 olmaktadır. Hasıla eski seviyesine geri dönmektedir ve fiyat düzeyi bir kez daha artmaktadır.

Sürekli enflasyonun sebebi, para arzı artışının sürekliliğidir. Bununla birlikte toplam talebi arttıracak bir tüketim, yatırım, kamu harcaması veya ihracat artışı da

kısa sürekli enflasyona yol açabilir, ancak bu fiyat artışları para arzı artışı ile desteklenmedikçe kendiliğinden duracaktır.⁵⁷

Yeni Keynesyen iktisatçılar, ekonominin uzun dönemde tam istihdam seviyesine geleceğini kabul etmektedirler. Toplam talebi etkileyen reel ve nominal şokların, kısa dönemde reel ekonomiyi etkileyeceğini savunmaktadırlar. Para arzında gerçekleşen beklenmeyen şokların reel etkileri olacağını ve fiyat ve ücret yapışkanlıkları nedeniyle beklenen şokların da reel etkileri olacağını savunmaktadırlar.

1.2.3.7 Yapısal Görüşe Göre Enflasyon

Yapısal enflasyon görüşü, enflasyona karşı monetarist politikalarla önlemler alınmasına rağmen, az gelişmiş ülkelerin uzun dönemde enflasyondan kurtulamayışı gözlemine dayanarak parasal görüşe karşı bir tepki olarak ortaya konulmuştur. Özellikle Uluslararası Para Fonu (IMF) ile Birleşmiş Milletler'in Latin Amerika için Ekonomi Komisyonu (UNECLA) arasındaki anlaşmazlıklar iki görüş arasındaki uzlaşmazlığın belirleyicisi olmuştur. Uluslararası Para Fonu parasal görüşü, UNECLA ise yapısal enflasyon görüşünü savunmaktadır.⁵⁸

Yapısalcılara göre enflasyonu, ekonominin temelindeki bir takım bozukluklar, darboğazlar ve esneksizlikler oluşturmaktadır. Yapısal yaklaşım, diğer yaklaşımlardan farklı olarak enflasyonun yapısal aksaklıklardan kaynaklandığını ileri sürmektedir. Yapısal aksaklıklardan kaynaklanan enflasyon gelişmiş ülkelerde para ve maliye politikalarıyla giderilebilirken, az gelişmiş ülkelerde ise bu politikalar yetersiz kalmaktadır. Ekonomideki temel darboğazlar ve esneksizlikler giderilmedikçe para ve maliye politikalarının fiyat istikrarını sağlama ve enflasyonu önlemedeki etkileri yetersiz ve geçici olmaktadır. Yapısal görüşe göre enflasyonu başlatan temel yapısal bozukluklar şunlardır:⁵⁹

⁵⁷ Ahmet İncekara, Ferda Yerdelen Tatoğlu, Halil Tunalı, **Para Talebi Olgusu Ve Türk Halkının Para Talebinin İncelenmesi**, İktisadi Araştırmalar Vakfı, Nisan 2010, s.17

⁵⁸ Çubukçu, a.g.e., s.57

⁵⁹ A.e., s.58

- a) Toplam arzdaki tıkanıklıklar: Az gelişmiş ülkelerde nüfusun büyük çoğunluğu düşük gelirlidir ve marjinal tüketim eğilimleri yüksek olduğundan elde edilen gelirin büyük kısmı tüketim harcamalarına gitmektedir. Tüketim harcamaları ve talep artarken yerli ürün arzının yeterli esnekliği gösterememesi ve talebi karşılayamaması sonucu talep ile arz arasında dengesizliğe neden olmaktadır. Sermaye ve teknik bilgi yetersizliği, tarımsal ürünlerinin arzının esneksizliği gibi faktörler de ülkede enflasyonist bir durum ortaya çıkarmaktadır.
- b) Toplam talebin yapısı: Gelişmekte olan ülkelerde hızlı nüfus artışı görülmektedir. Hızlı nüfus artışı, nüfusta, çalışmayanların çalışanlara oranını devamlı olarak büyütmektedir ve dolayısıyla tüketici kesim artmaktadır. Talep, üretim miktarının üzerinde gerçekleşmektedir. Yüksek faiz oranlarının getirdiği yüksek faiz gelirlerinin harcama isteğine dönüşmesi de arz ve talep arasındaki açığı büyütmektedir.
- c) Dış ekonomik ilişkilerin yapısı: Gelişmekte olan ülkelerde ihracat çeşitli olmamakla birlikte sınırlıdır. Ülkelerin üretimlerini artırabilmeleri için hammadde ve ara malı ithali neredeyse zorunludur. İthalat kapasitesinin esneksizliği ve ihracatın sınırlı olması ülkede dış ticaret açığının büyümesine neden olmaktadır. Oluşan açığı kapatmak için yapılan devalüasyon, ithalat kısıntılar ve bunun gibi politikalar enflasyonist bir ortamın oluşmasına neden olmaktadır.
- d) Devlet gelirlerinin esneksizliği: Gelişmekte olan ülkelerde kalkınmanın gerçekleşebilmesi, gelir dağılımının sağlanması, devletin düzenleyici rol üstlenmesi kamu harcamalarını arttırmaktadır. Devletin bu harcamaları karşılayacak finansmanı ise kısıtlı ve yetersiz olduğundan önemli bütçe açıkları ile karşılaşmaktadır. Kamu gelirlerinin toplanamaması, iç borçlanmanın ihtiyaca cevap vermemesi, yüksek faizler nedeniyle para arzının artırılması enflasyona neden olmaktadır.

- e) Kümülatif ve yaygınlaştırıcı etkenler: Az gelişmiş ülkelerin içinde bulundukları siyasal istikrarsızlıklar, irrasyonel hükümet müdahaleciliği, aksak kamu yönetimi, koordinasyon eksikliği, çok taraflı ve kötü uygulanan kontroller, sermaye piyasasının gelişmemiş olması, kaynakların hareket serbestiyetinin düşüklüğü, yatırım projesinin tamamlanmasındaki gecikmeler, stoklama kapasitesinin darlığı gibi yapısal bozukluklar ve dengesizlikler enflasyonun yaygınlaşmasına ve devamlı olmasına neden olmaktadır.

1.3 FISHER HİPOTEZİ

Piyasa faiz oranlarının üzerinde, enflasyon ve enflasyon beklentileri önemli bir etkiye sahiptir. Nominal faiz oranları ile enflasyon arasındaki ilişkinin yönü ve derecesi, merkez bankalarının para politikaları uygulamalarında etkili olmaktadır.

Faiz oranları ile enflasyon arasındaki ilişki ilk kez Irving Fisher tarafından ortaya konulmuştur. Fisher, 1930 yılında yayınladığı “The Theory Of Interest” isimli kitabında, nominal faiz oranları ile beklenen enflasyonun reel faiz oranlarını etkilemeden birlikte hareket ettiğini savunmaktadır.⁶⁰ Yani, enflasyonda meydana gelen bir artış nominal faizi aynı ölçüde arttırmakta ancak reel faiz oranını etkilememektedir. Fisher hipotezi, nominal faiz oranı ile beklenen enflasyon arasında pozitif korelasyon olduğunu desteklemektedir.⁶¹

Faiz ve risk arasındaki genel ilişkiyi açıklayan tatmin edici bir teorik çalışma yapılmamıştır.⁶² Uzun vadede Fisher etkisinde, enflasyon oranlarında kalıcı bir değişim, nominal faiz oranlarında eşit bir değişime yol açmaktadır. Hipotezde parasal şoklar karşısında reel faiz oranının değişmeden kalacağı ifade edilmiştir.⁶³

⁶⁰ Irving Fisher, **The Theory Of Interest**, New York, The Macmillan Company, 1930, s.27

⁶¹ William J. Crowder; Dennis L. Hoffman, The Long-Run Relationship between Nominal Interest Rates and Inflation: The Fisher Equation Revisited, **Journal of Money, Credit, and Banking**, , Vol. 28, No. 1 (February 1996) Copyright 1996 by The Ohio State University Press, s.102

⁶² Fisher, a.g.e. ,s.208

⁶³ Mark J. Jensen, “The Long Run Fisher Effect: Can It Be Tested?”, Federal Reserve Bank Of Atlanta, Working Paper, 2006-11, Ağustos,2006, s.1-2

Fisher Hipotezi, enflasyonda gerçekleşen yüzde 1'lik artışa, faiz oranlarındaki yüzde 1'lik bir artışın eşlik edeceğini söylemektedir.⁶⁴ Irving Fisher, reel faiz ve nominal faiz kavramlarının ayırımı yapmıştır. Faiz hadlerinin, para değerindeki düşüş hızını yansıtan göstergeler olduklarını ve faiz oranlarının fiyatları frenleyebileceğini ileri sürmüştür.⁶⁵

Irving Fisher, faiz ve enflasyon arasındaki ilişkiyi şu sözlerle açıklamaktadır:⁶⁶

“Fiyatlar yılda %2 yükseliyorsa.. Boom yahut piyasa kızışması dediğimiz olay, faiz oranları %2 artış kaydedinceye dek sürecektir. Fiyatların yükselmesi, reel faiz maliyetini sun'i olarak düşüren bir olaydır. Faiz hadlerindeki yükseliş fiyat artışlarıyla aynı düzeyde olursa, pahalılık durur. Faiz oranının enflasyon hızına ayarlanmasıyla spekülasyondan kazanmak fırsatı ortadan kalkar, aşırı borçlanma eğilimi sona erer. Para arzı gibi, faiz ayarlamaları da fiyatlara etkisini bir süre sonra gösterir. Ancak faiz oranları yükselirken para arzı da genişlemeye devam ederse, fiyat artışları önlenemez.”

Gelecekte oluşacak enflasyon beklentilerinin faiz oranları üzerinde önemli bir etkisi vardır. Fisher'e göre nominal faiz oranları, reel faiz oranları ile beklenen enflasyonun toplamından oluşmaktadır. Ancak reel faiz oranları politikalarda gerçekleşen değişmelere göre değiştiği sürece bu bağlantı mükemmel olmayabilir.

Ekonominin uzun dönemde tam istihdam düzeyinde dengeye geleceğini ve enflasyon oranında gerçekleşen bir artışın nominal faiz oranlarına yansıtacağını varsaymaktadır. Uzun dönemde reel faiz oranları parasal değişimlerden etkilenmemekte yalnızca reel faktörlerden etkilenmektedir. Parasal değişimler enflasyon oranını etkilemektedir. Hipotezde beklentilerin enflasyon üzerinde önemli bir etkisi vardır.

⁶⁴ Begg, Fisher A.g.e. s.472

⁶⁵ Engin, a.g.e, a.200

⁶⁶ a.e., s.200

Fiyat düzeyindeki değişme, yani enflasyon oranı biliniyorsa, fiyatlar yükselme eğiliminde ise nominal faiz oranı reel faiz oranının üzerindedir. Fiyatlar düşme eğiliminde ise nominal faiz oranı reel faiz oranının altındadır. Enflasyonun olduğu bir piyasada, girişimciler, ödünç aldıkları para ile satın aldıkları malların değerlerinin artacağını ve bu parayı geri öderken daha az miktarda ödeyeceklerini bildiklerinden nominal oranda geri ödeme yapmak isteyebilirler. Nominal oranların düşük olduğu durumda, borç alanlar daha yüksek bir nominal oranda geri ödemek istemektedir. Borç verenler ise reel faizi aşan bir beklenti içerisinde. Bu durumun sonucunda, kaynak transferinde reel faiz oranından daha yüksek bir nominal faiz oranı oluşmaktadır. Tam tersi durumda ise deflasyonist bir ortamda gerçekleşmektedir.⁶⁷

Fisher (1930) hipotezinde nominal faiz oranı (i_t), reel faiz (r_t) ile enflasyon beklentilerinin (π_t^e) toplamına eşittir.⁶⁸

$$i_t = r_t + \pi_t^e \quad (1)$$

Fisher hipotezi, reel faiz oranları üzerinde para politikasının etkili olmadığını, reel faiz oranlarının değişmediğini göstermektedir. Diğer bir ifadeyle, para arzındaki artış nominal faiz oranlarını ve enflasyon oranlarını etkilemekte fakat reel faiz oranlarını etkilememektedir. Reel faiz oranları reel değişkenler tarafından etkilenmektedir. Reel faiz oranı, nominal faiz oranları ve beklenen enflasyon oranları arasındaki farktır.⁶⁹

$$r_t = i_t - \pi_t^e \quad (2)$$

Bir kişi bu yıl 100 dolar ile paranın değerinde gıda, giyim, barınma gibi ihtiyaçlarını karşılayabilir. Fakat gelecek yıl bu ihtiyaçlarını karşılayabilmek için 105 dolara ihtiyacı olacaktır. Enflasyon oranı yıllık %5 olduğunu varsaydığımızda bu yıl ihtiyaçlar için 100 dolar harcanırken bir sonraki sene aynı ihtiyaçlar için 105 dolar

⁶⁷ Murray Polakoff ve Tomas A. Durkin, **Financial Institutions And Markets**, Miffin Co., Houghton, 1970, s.499

⁶⁸ Fisher, 1930, s.27

⁶⁹ Ahmet İncekara, Selim Demez, Murat Ustaoglu, "Validity of Fisher Effect for Turkish Economy: Cointegration Analysis", **Procedia - Social and Behavioral Sciences**, 8th International Strategic Management Conference, İstanbul Üniversitesi, 2012, s.397

harcanacaktır.⁷⁰ Eğer fiili ya da nominal faiz oranı yıllık %12 ise kişi ihtiyaçlarını erteleyerek bugün 100 dolar borç verebilir ve gelecek yıl 112 dolara sahip olabilir. Kişiye bir yıl beklemeyi telafi edecek 2 dolar kalmaktadır. Reel faiz oranının %2 olduğu, ya da borç vermenin bir sonucu olarak satın alma gücünün arttığı şeklinde açıklanmaktadır.⁷¹

⁷⁰ Fisher, a.g.e., 1930, s.36

⁷¹ Begg, a.g.e., s.472-473

İKİNCİ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEME STRATEJİSİ VE 1980'DEN GÜNÜMÜZE TÜRKİYE'DE UYGULANAN ENFLASYON VE FAİZ POLİTİKALARI

2.1 Enflasyon Hedefleme Stratejisi

“Enflasyon hedeflemesi rejimi, para politikasının fiyat istikrarını sağlamaya ve sürdürmeye yönelik olarak kurumsallaştığı modern bir stratejidir.”⁷²

“Enflasyon hedeflemesi rejimi; merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacına yönelik olarak para politikasının makul bir dönem için belirlenen sayısal bir enflasyon hedefi ya da hedef aralığına dayandırılması ve bunun kamuoyuna açıklanması şeklinde tanımlanabilen para politikası uygulamasıdır.”⁷³

Enflasyon hedeflemesi rejimi, para politikasının bir stratejisi olarak, amacı ekonomide fiyat istikrarını sağlamaktır. Enflasyon hedeflemesinde, kısa vadeli faiz oranları aracı ile ekonomiye müdahale edilmektedir. Parasal büyüklükler ve döviz kuru hedeflemeleri rejimlerinin fiyat istikrarını sağlamada yetersiz kalmasının ardından enflasyon hedeflemesi rejimi geliştirilmiştir. Enflasyon hedeflemesi rejimi ilk olarak 1989 yılında Yeni Zelanda tarafından uygulanmış daha sonra birçok ülke enflasyon hedeflemesi stratejisini benimsemiştir. Türkiye ise enflasyon hedeflemesinin başarılı olabilmesi, ön koşulların sağlanması açısından 2002 ile 2005 yılları arasında örtülü enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamış, bu süre içinde konulan enflasyon hedeflerine başarıyla ulaşılmasının ardından 2006 yılında enflasyon hedeflemesi rejimi para politikası stratejisi olarak uygulanmaya başlanmıştır.

⁷²TCMB, Enflasyon Hedeflemesi Kitapçığı, (Çevrimiçi), <http://www.tcmb.gov.tr>, 7 Aralık 2013

⁷³TBB, Enflasyon Hedeflemesi, s.3

Enflasyon hedeflemesi beş temel unsuru kapsayan bir para politikası stratejisidir.⁷⁴

1. Enflasyon için orta vadeli sayısal bir hedefin kamuoyuna duyurulması,
2. Para politikasının birincil hedefinin fiyat istikrarı olduğuna dair kurumsal taahhüdü,
3. Para politikasına ilişkin kararların alınmasında sadece parasal büyüklükler ve döviz kurlarının değil, birçok değişkeni kullanıldığı bilgileri kapsayan bir strateji izlenmesi,
4. Parasal otoritelerin piyasa hakkındaki plan ve kararlarının kamu ile iletişim yoluyla para politikasının artan şeffaflığı,
5. Merkez bankasının enflasyon hedeflerine ulaşılmasında hesap verebilirliğinin artırılması

2.1.1 Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşulları

Enflasyon hedeflemesi rejiminin fiyat istikrarını sağlamada başarılı olabilmesi için bazı koşulların gerçekleşmiş olması gerekmektedir. Bu önkoşullar:⁷⁵

1. **Fiyat İstikrarı Amacına Sıkı Bir Biçimde Bağlılık:** Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan bir merkez bankasının uzun vadede ilk amacı enflasyon hedefine ulaşmak ve fiyat istikrarını sağlamak olmalıdır.
2. **Bağımsız, Hesap Verebilir ve Güvenilir Bir Merkez Bankası:** Merkez bankasının, belirlenen enflasyon hedefine ulaşabilmesi için kullanacağı araçları bağımsız bir şekilde belirleyebilmesi, en azından araç bağımsızlığına sahip olması gerekmektedir. Merkez bankası uyguladığı politikaların sonucuna ilişkin kamuoyuna sorumlu ve

⁷⁴Frederic S. Mishkin, "Inflation Targeting In Emerging Market Countries", Nber Working Paper Series, No. 7618, March 2000, JEL No. E5, s.1

⁷⁵TCMB, Enflasyon Hedeflemesi, s.7-9

hesap verebilir olmalıdır. Bağımsızlık sayesinde merkez bankasına olan güven artmakta ve beklentiler daha iyi bir şekilde yönlendirilmektedir.

3. Güçlü ve Gelişmiş Finansal Piyasalar: Sağlam bir bankacılık sektörü ile gelişmiş para, sermaye ve döviz piyasalarının bulunması para politikasının etkinliğini artırmaktadır. Aktarım mekanizmasının iyi çalışabilmesi, merkez bankasının faiz kararlarının enflasyonu hedeflenen düzeye getirebilmesi ve istikrarlı bir şekilde etkileyebilmesi için finansal sistemin temellerinin güçlü olması gerekmektedir.

4. Düşük Mali Baskınlık: Mali disiplin sağlanamayan ekonomilerde, yüksek düzeydeki kamu borcu, merkez bankası tarafından belirlenen kısa vadeli faizler ile piyasa faizleri arasındaki ilişkiyi zayıflatarak aktarım mekanizmasının istenildiği gibi çalışmasını engellemekte ve böylece para politikasının etkinliğini azaltmaktadır. Enflasyon hedeflemesinin başarılı olabilmesi için maliye politikası ile para politikası arasında eşgüdüm sağlanması gerekmektedir. Parasal ve mali otoriteler ayrı ayrı uygulayacakları politikalardan haberdar olmalıdırlar.

5. Teknik Altyapının Sağlanması: Merkez bankası gelecekteki enflasyonu başarılı bir şekilde tahmin edebilmesi için geniş bir bilgi setine ve güçlü tahmin modellerine sahip olması enflasyon hedeflemesi rejiminin ön koşullarındandır.

2.1.2 Enflasyon Hedeflemesinin Avantajları Ve Dezavantajları

Enflasyon hedeflemesi rejiminin orta vadeli para politikası stratejisi olarak sahip olduğu avantajlar vardır.

- a) Para politikaları uygulamalarında şeffaflığı artırır.
- b) Daha kolay anlaşılır politikadır.

- c) Merkez bankalarının güvenilirliğini artırır.
- d) Merkez bankalarının bağımsızlığını sağlamada yardımcıdır.
- e) Ulusal ekonomideki şoklara ağırlık verilmesine imkan verir.
- f) Kamuya düzenli bilgi verilmesini sağlar.

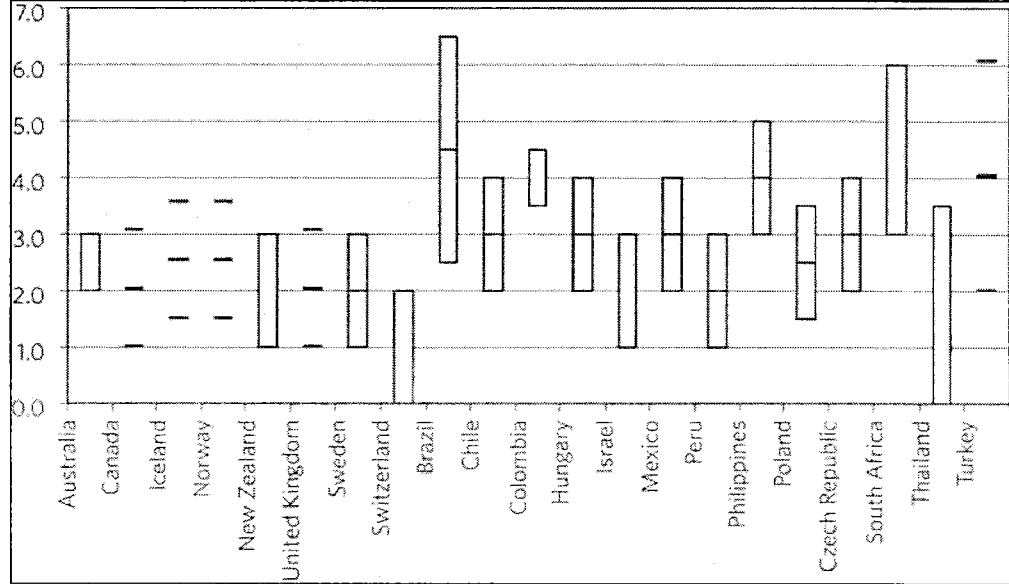
Enflasyon hedeflemesi rejiminin dezavantajları şunlardır:

- a) Politika katı ve tavizsiz uygulanmalıdır.
- b) Etkin olmayan bir üretim dengesine yol açabilir.
- c) Ekonomik büyümeyi sınırlandırabilir.
- d) Rejim esnek kur sistemini gerektirir ancak bu kur sistemi mali istikrarsızlığa neden olur.

2.1.3 Dünyada Enflasyon Hedeflemesi Rejimi

Bazı ülkeler 1990'lı yılların başlarında para politikası olarak enflasyon hedeflemesi stratejisini benimsemişlerdir. Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ilk ülke 1990 yılında Yeni Zelanda olmuştur. Daha sonra bu ülkeyi 1991 yılında Kanada, 1992 yılında İngiltere, 1993 yılında ise İsveç ve Avusturalya izlemiştir. Daha sonra Finlandiya, İspanya, Şili, İsrail, Meksika, Brezilya ve Türkiye bu rejimi benimsemiştir.

Tablo 1: Dünyada Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Uygulayan Ülkeler



Kaynak: Merkez Bankalarının Web Sayfaları

Not: Kanada, İzlanda, Norveç, İngiltere ve Türkiye enflasyon hedefini nokta hedef olarak belirlemişlerdir. Diğer ülkeler ise enflasyonu bant hedef ile açıklamaktadırlar.

2.1.3.1 Yeni Zelanda'da Enflasyon Hedeflemesi

Yeni Zelanda gelişmiş ülkeler arasında enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ilk ülkedir. Ülkede karşılaşılan mali sıkıntılar sonucu bazı reformlara gidilmiş, uygulanan reformlar sonucunda yüksek enflasyon düşme eğilimi göstermiş ve enflasyon hedeflemesi rejimi benimsenmiştir.

Yeni Zelanda Merkez Bankasının, 1989 yılında Yeni Zelanda Merkez Bankası Kanununu çıkartmasıyla, ülkenin para politikası için fiyat istikrarı tek hedef olarak belirlenmiş ve 1990 yılında bu kanun yürürlüğe sokulmuştur. İlk olarak Politika Hedefleri Anlaşması imzalanmıştır. Yeni Zelanda'da 1980'lerin ortalarında operasyonel anlamda para politikasını ilgilendiren iki önemli karar alınmıştır. Kararların ilki, 1985 yılının Mart ayında Yeni Zelanda Doları temiz dalgalanmaya bırakılmasıdır. İkinci karar ile, kamu kesiminin finansal ihtiyaçlarının tamamı özel piyasalar tarafından karşılanması gerektiği ilkesini benimsemişlerdir. Bu iki karar ile,

parasal taban üzerindeki önemli eksojen etkiler ortadan kaldırılmıştır. Bu kararlar, faiz oranları ve döviz kurları ile ilgili olarak piyasaların davranışlarını en az ve en çok aralıklar dahilinde kabul ederek, hükümetin istekliliğinin sinyalini vermiştir.⁷⁶

Yeni Zelanda Merkez Bankası Kanununun temel ilkeleri:⁷⁷

Para politikasının temel amacı fiyat istikrarının görülmesi: Merkez Bankası fiyat istikrarının sağlanmasından sorumlu tutulmuştur.

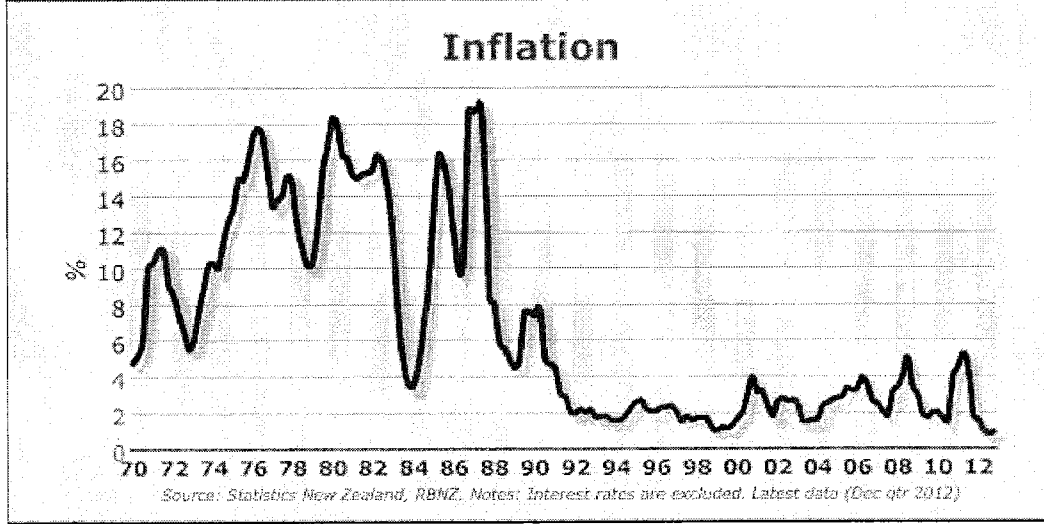
- **Politika Hedefleri Anlaşması:** Maliye Bakanı ve Merkez Bankası Başkanı enflasyon hedefleri ile bu hedeflerin içeriklerinin tespit edildiği bir anlaşma imzalayarak programı kamuoyuna duyurmaktadır. Hükümet, para politikasının nihai kontrolünü elinde bulundurmaktadır.
- **Para Politikası Uygulamalarında Bağımsızlık:** Politika Hedefleri Anlaşmasının imzalanmasından sonra para politikasının oluşturulmasında ve uygulanmasında, Merkez Bankası Başkanının tamamen bağımsız olması gerekmektedir.
- **Hesap Verilebilirlik:** Merkez Bankası Başkanı en az altı ayda bir parlamentoya kapsamlı bir şekilde rapor sunmalıdır.
- **Şeffaflık:** Para politikası yüksek derecede şeffaf olmalıdır.

Yeni Zelanda'da para politikası aracı olarak Merkez Bankasının belirlediği resmi faiz oranı kullanılmaktadır. Enflasyon hedeflemesi politikasında enflasyon hedefinin belirlenmesinde TÜFE enflasyonu kullanılmaktadır. Enflasyon hedefleri, hedef aralığı şeklinde ilan edilmektedir.

⁷⁶ Murray Sherwin, "Strategic Choices in Inflation Targeting: The New Zealand Experience", (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/targets/strach3.pdf>, 12 Ocak 2014, s.15

⁷⁷ Erdal Demirhan, a.g.e., s.70

Grafik 8: Yeni Zelanda'da Enflasyon



Kaynak: <http://www.rbnz.govt.nz/keygraphs/fig1b.html>, (Çevrimiçi), 20 Ocak 2014

Yeni Zelanda'da enflasyon hedeflemesi politikası uygulanmadan önce ekonomide bazı reformlara gidilmiştir. Yüksek enflasyon oranları, bu reformlarla birlikte tek haneli rakamlara kadar düşmüştür. 1990 yılında enflasyon hedeflemesine geçildikten sonra enflasyon yüzde 0-2 aralığına düşmüştür, enflasyonun düşmesiyle üretim ve istihdam olumsuz etkilenmiştir. 1991 yılından sonra reel GSYİH'de 1997 yılına kadar hızlı bir büyüme gerçekleşmiştir. Faiz oranları düşme eğilimi göstermiştir, büyüme hızlı bir biçimde artmıştır. Enflasyon hedeflemesine geçildiği yılların başlarında artış gösteren işsizlik daha sonra ılımlı bir seviyeye düşmüştür. Yeni Zelanda, enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayarak ekonomisinin iyi bir düzeye gelmesini ve iyi bir büyüme performansı elde etmiştir.

2.1.3.2 Şili'de Enflasyon Hedeflemesi

Şili, gelişmekte olan ülkeler arasında enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ilk ülkedir. 1990 yılında merkez bankasının bağımsızlığının sağlanması ile yeni kanunun yayınlanmasının ardından eylül ayında enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiştir. 1970'li yıllarda üç haneli rakamlarda olan enflasyon oranı, uygulanan sıkı pere ve maliye politikaları ile 1977 yılında ancak iki haneli rakamlara indirilebilmiştir. 1979 yılında döviz kuru hedefi benimsenmiştir. 1989 yılına kadar bazı krizler sonucunda enflasyon oranlarında sıçramalar gerçekleşse de, genel olarak

enflasyon oranları azalma eğiliminde olduğu görülmektedir. 1989 yılında çıkarılan yeni merkez bankası yasası ile Şili Merkez Bankasının bağımsızlığı sağlanmış ve merkez bankasının temel amacının fiyat istikrarının sağlanması olduğu kabul edilmiştir.⁷⁸

Şili Merkez Bankası enflasyonu düşürmek için kademeli bir yol izlemiştir ve enflasyon hedeflemesini iki döneme ayırmıştır. Bu dönemlerden ilki Eylül 1990 ve Eylül 1999 yılları arasında, diğeri ise Eylül 1999 yılından sonrasını kapsamaktadır. 1990 ve 1999 yılları arasındaki enflasyon hedeflemesinde reel döviz kurlarındaki ani değişimlerden kaçınmak için, döviz kuru bandı uygulaması görülmektedir. Yani döviz kuru belirlenen bant içinde tutulmalıdır. 1999 yılında ise uygulanan döviz kuru bandı yerine dalgalı döviz kuru rejimi kabul edilmiştir. Enflasyon merkez bankasının temel hedefi olmuştur ve enflasyon beklentileri merkez bankasının enflasyon hedefine çapalanmıştır.⁷⁹

Şili, enflasyon hedeflemesini benimseyen gelişmekte olan ülkelerin ilk örneğidir. 1990'da %20'yi aşan enflasyon oranı ile devam eden yılın Aralık ayında sona eren on iki aylık enflasyon oranını Eylül ayında enflasyon hedefi olarak duyurmuştur.

Enflasyon hedeflemesinin başarılı olabilmesi için ülkedeki kurumların güçlü bir mali pozisyon ve sağlam finansal sistemle birlikte merkez bankası bağımsızlığını desteklemelidir. Enflasyon hedeflemesine geçilmeden önce, 1989 yılında Şili Merkez Bankası Yasasını çıkarmıştır. (1990 yılında yürürlüğe girmiştir.) bu yasa ile Şili Merkez Bankasının bağımsızlığı sağlanmış ve birincil hedefinin fiyat istikrarının sağlanması olduğu kabul edilmiştir.

Sağlam bir maliye politikası uygulaması ile 1991'den 1997'ye kadar her yıl mali dengede fazlalık görülmüştür. Buna ek olarak, 1980'lerin başında ağır bankacılık krizi sonrasında alınan büyük önlemler nedeniyle, Şili standartları ve

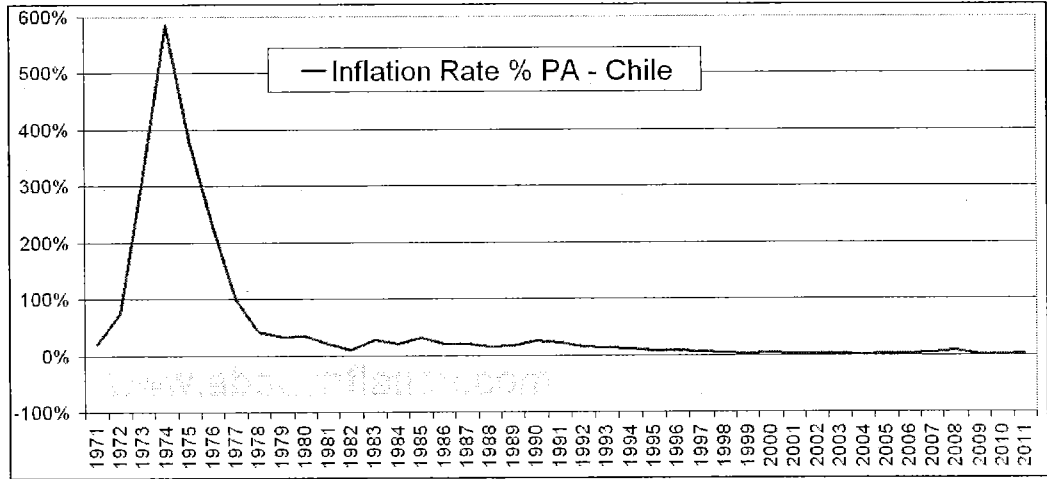
⁷⁸ Erdal DEMİRHAN, Türkiye Bankalar Birliği, "Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi", İstanbul-2002, Yayın No: 231, s.108

⁷⁹ Felipe G. Morande, "A Decade Of Inflation Targeting In Chile: Developments", Lessons, And Challenges, Central Bank Of Chile, Working Paper No. 115, November, 2001, s.583-592

uygulamaları bankacılık düzenleme ve denetleme alanlarında sanayileşmiş ülkelerde bulunan benzer kaliteye sahiptir.⁸⁰

Şili'nin enflasyon hedeflemesi deneyimi en az beş neden ile benzersizlik göstermektedir. İlk olarak, uzun bir enflasyonist geçmişe sahip olması Şili ekonomisini dünyanın en endeksli ülkesi yapmıştır. Geriye dönük endeksleme mekanizmaları ticarete konu olmayan mal, hizmet ve finansal piyasalarda yaygın olarak kullanılmaktadır. Hatta politika araçları gelir vergileri ve para politikası faiz oranları dahil olmak üzere endeksli. (Şili bu konuda dünyada tektir.) ikinci olarak, yüksek endeksleme, Şili'nin fiyat istikrarı programını kademeli yapmıştır: enflasyon kademeli olarak düşürülmüştür. 1990 yılında %25 seviyelerinde olan enflasyon kademeli olarak %3 seviyelerine indirilmiştir. Üçüncü olarak, enflasyon hedeflemesi eylemi Merkez Bankası tarafından gerçekleştirilmektedir, hükümet tarafından takip edilir. Dolayısıyla parasal otorite araç ve amaç bağımsızlığına sahiptir.⁸¹

Tablo 2: Şili'de Enflasyon Hedeflemesi



Kaynak: www.aboutinflation.com, (Çevrimiçi), 9 Ocak 2014

⁸⁰Frederic S. Mishkin, Klaus Schmidt-Hebbel, "One Decade Of Inflation Targeting In The World: What Do We Know And What Do We Need To Know?", Nber Working Paper No. 8397, National Bureau Of Economic Research, July 2001, s.16-17

⁸¹Morande, a.g.e., s.583-592

2.1.3.3 İsrail’de Enflasyon Hedeflemesi

Gelişmekte olan ülkeler arasında yer alan İsrail, enflasyon hedeflemesi programına 1991 yılında geçmiştir. İsrail’de enflasyon oranı yıllık 450 seviyelerine çıkıp hiperenflasyon tehlikesi ile karşılaşıldığında, 1895 yılında anti enflasyonist bir politikaya geçilmiştir. 1986 ve 1991 yılları arasında uygulanan bu program ile yıllık enflasyon oranları yüzde 16-20 seviyelerine inmiştir. Bu programın temelinde, döviz kurunun nominal çıpa olarak kabul edilmesi ve İsrail para birimi olan shekelin dolara karşı sabit bir kurda kalmasının sağlanması yer almaktaydı.⁸²

Ancak, enflasyonun hala İsrail’in başlıca dış ticaret partnerlerinin enflasyon oranlarının üzerinde gerçekleşmesi, shekel’in aşırı değerlenmesine neden olarak devalüasyon baskısı oluşmasına sebep olmuştur. Kurlarda ayarlama beklentileri ise, spekülative yabancı sermaye akımlarına yol açmıştır. Merkez bankası, bu spekülative atakları engellemek için, faiz oranlarını kullanmıştır, dolayısıyla faiz oranlarında dalgalanmalar meydana gelmiştir. 1989-1991 döneminde döviz kuru rejiminde üç kez değişmeye gidilmiştir.⁸³

İsrail’de 1985 yılındaki stabilizasyon planından sonra enflasyon oranı yaklaşık yüzde 20 düşmüştür. Düşük enflasyon hedeflerinin gelmesiyle, enflasyon oranları 1992’de yavaşlamaya başlamıştır. Nominal bir çıpa olarak döviz kurundan vazgeçilmesiyle, dalgalı döviz kuru rejiminde parasal araç olarak kullanılan faiz oranı ve enflasyon hedeflemesine dayalı bir politikaya geçilmiştir.⁸⁴ 1985 yılındaki stabilizasyon programının ardından, sabit ama ayarlanabilir bir nominal döviz kuru uygulamasından sonra İsrail, 1992 yılının başlarında açık enflasyon hedeflemesini benimsemiştir.⁸⁵

⁸² Kamuran N. Malatyalı, “Devlet Planlama Teşkilatı Yıllık Programlar Ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Çalışma Raporları 1998-01”, Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği, Mart, 1998, s.39

⁸³ Avraham Ben-Bassat, “The Inflation Target in Israel: Policy and Development,” Targeting Inflation, (A Conference of Central Banks on the Use of Inflation Targets Organized by the Bank of England), Ed. by Andrew G. Haldane, England, Bank of England Publications, 1995, s.19-21

⁸⁴ Bank Of İsrail, **Inflation Targeting Revisited**, August, 2007, <http://www.boi.org.il/deptdata/papers/paper13e.pdf>, s.5

⁸⁵ Andrew T. Levin, Fabio M. Natalucci, and Jeremy M. Piger, “The Macroeconomic Effects Of Inflation Targeting”, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, July/August 2004, s.63

Enflasyon hedeflemesi rejimini başarıyla uygulayan gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında, İsrail'in enflasyon oranlarının hala yüksek olduğu görülmektedir. ayrıca, İsrail yüksek olan enflasyon oranını düşürmek için diğer ülkelerden farklı olarak sadece para politikası araçlarını değil, maliye politikası araçlarını da kullanmıştır.⁸⁶

1990'ların başına kadar, enflasyon ortamında, para politikasının nominal çıkışı olarak döviz kuru kullanılıyordu. 1992 yılı için, sürünen döviz kuru bandının eğiminin belirlenmesi gerekiyorken, o yıl enflasyonun % 14-15 aralığında olacağı tahmin edildi. 1990'ların ilk yarısında, para politikasının çıkışı olarak ağır basan döviz kuru reddedildi. 1997 yılının ortalarına kadar döviz kuru bandı büyük oranda genişletildi ve sabit kur sisteminden kayan kur sistemine geçildi. 1997 yılından beri, para politikası, İsrail bankası tarafından belirlenen faiz oranı temel politika aracı olarak ve kayan kur ile enflasyon hedeflemesi rejimiyle yürütüldü. 2003 yılında enflasyon hedefi %1-3 aralığında sürekli olarak tanımlanmış ve 2005 yılında ise döviz kuru bandı kaldırılmış, şekel serbest bir şekilde dalgalanmaya bırakılmıştır.⁸⁷

İsrail'de uygulanan enflasyon hedeflemesi politikalarının gelişimine bakıldığında elde edilen sonuçların diğer ülkelerle karşılaştırıldığında çok başarılı olmadığı görülmektedir. İsrail'in diğer ülkelerin aksine fiyat istikrarını nihai ve tek hedef olarak alması para politikasını bu yönde uygulamaması önem arz etmektedir. Enflasyon hedeflemesi politikalarına, döviz kurunun belirlenmesi ve istikrarının sağlanması çerçevesinde önemli bir değişkenin hedeflenmesi şeklinde yaklaşmıştır. 1994 yılından itibaren enflasyon hedeflemesi uygulamasına destek vermesine rağmen bu bakış açısını sürdürmüştür.⁸⁸

Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ekonomilerden farklı olarak İsrail, liberalizasyonun da bir sonucu olarak kısa vadeli sermaye hareketlerinden etkilenen bir ekonomidir. Buna göre şeklin döviz sepetine karşı değerinin belli bir seviyede tutulması hedefinin hala öncelikli olduğu görülmektedir. Hareketli döviz kuru

⁸⁶ Melike Alparslan, Pelin Ataman Erdönmez, "Enflasyon Hedeflemesi", Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılık ve Araştırma Grubu, Aralık 2000, s.19

⁸⁷ Bank Of İsrail, *Inflation Targeting Revisited*, August,2007,s.5

⁸⁸ Malatyalı, a.g.e., s.45

politikası uygulansa dahi, bu uygulamanın enflasyon hedeflemesi politikalarıyla çatışması halinde, ancak enflasyon hedeflerine öncelik verilmesi ile enflasyon hedeflemesi politikalarında başarı sağlanabilir.⁸⁹

2.1.3.4 Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesi rejimi, fiyat istikrarı amacının öncelikli olarak kabul edildiği bir para politikası aracıdır. Para politikası belirleyicileri, güvenilir bir enflasyon tahmininde bulunarak, sayısal bir değerle ifade edilen enflasyon hedefine belirlenen dönemde ulaşılabileceğini taahhüt etmektedirler. Enflasyon hedeflemesi rejiminde, enflasyon hedeflemesi, para politikası uygulamalarında gerek duyulan esnekliği sağlamaktadır. Ayrıca, enflasyon hedeflemesi rejimi, para politikası uygulamalarında şeffaflığı artırması, merkez bankalarının hesap verilebilirliğini ve güvenilirliğini artırması, diğer para politikası rejimlerine göre daha anlaşılır olması, merkez bankasının bağımsızlığını gerektirmesi ve zaman tutarsızlığından kaçınılmasına yol açması gibi avantajlara sahip olan enflasyon hedeflemesi, enflasyonla mücadelede uygulanan politikaların etkinliğini artırması yönünde de önemli bir para politikası stratejisi olarak görülmektedir.⁹⁰

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerde görülen başarılı sonuçlar nedeniyle, 2000 yılından itibaren para politikası çalışmalarına enflasyon hedeflemesi doğrultusunda yön vererek enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayacağını açıklamıştır. Ancak, enflasyonun çok yüksek ve oynak olması, gelecekteki enflasyonu doğru bir şekilde tahmin etmeyi zorlaştırdığından, enflasyonun düşürülmesi hedeflenmiş ve 2002-2005 yılları arasında para politikası örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde uygulanmıştır.⁹¹

Kısa vadeli faiz oranları enflasyonla mücadelede etkin olarak kullanılırken, enflasyon hedeflerinin güvenilirliğinin artırılması amaçlanmış ve uygulanan bu politika ile Merkez Bankası’nın bağımsızlığı ile mali disiplin ve süregelen yapısal

⁸⁹ A.e., s.45

⁹⁰ Erdal Demirhan, **Türkiye Bankalar Birliği, Para Politikasının Değişmeyen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi**, İstanbul, 2002, s.124-126

⁹¹ TCMB, s.16

düzenlemelerin katkısıyla fiyat istikrarı yolunda önemli gelişmeler kaydedilmiştir. Geçen sürede, dalgalı kur rejimine uyum artmış ve enflasyon hedeflerinin tümüne ulaşılmıştır. Finansal piyasaların kırılabilirliği azalmış ve ters dolarizasyon süreci başlamıştır, yani portföy tercihlerinde Türk parası yatırım araçlarının ağırlığı artmaktadır. Yine bu dönemde, para reformu gerçekleştirilmiştir, Türk Lirasından altı sifir atılarak yeni Türk Lirasına geçilmiştir. Para politikası aktarım mekanizması giderek güçlenmektedir. Bütün bu gelişmeler, ön koşulların büyük oranda oluştuğuna ve enflasyon hedeflemesi rejimine geçilebileceğine işaret etmektedir.⁹²

Toplum tarafından kolay takip edilebilen ve günlük yaşam maliyetini iyi ölçen bir gösterge olan tüketici fiyat endeksi (TÜFE) enflasyon hedefi olarak seçilmiştir. İletişim açısından avantajlı ve bekleyişler yönlendirmede daha etkili olmasından dolayı, hedefler nokta hedef olarak seçilmiştir. Enflasyon hedefleri ise üç yıllık bir süre için belirlenmektedir. Enflasyon hedeflemesi rejiminde temel politika aracı kısa vadeli faiz oranlarıdır.⁹³

Merkez Bankası 2005 yılında enflasyon hedeflemesine geçmemiş, bu yılı hazırlık dönemi olarak ilan etmiştir. 2006 yılında ise enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçilmiştir. TCMB, bu rejim ile “düşen enflasyon” sürecinden “fiyat istikrarı” sürecine doğru ilerleyeceğini ifade etmiştir.

Örtük enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanan dönemde ilan edilen enflasyon hedefleri nokta hedeften ziyade bir üst sınır olarak tasarlanmıştır.⁹⁴

Enflasyon oranları 2002 yılında %35, 2003 yılında %20, 2004 yılında %12 ve 2005 yılında %8 olarak hedeflenmiştir. Geçen sürede enflasyon oranları hedeflenen enflasyon oranlarının altında gerçekleşmiştir. 2001 yılında %70 seviyelerinde olan TÜFE, 2005 yılının sonunda %7.7 seviyesine kadar gerilemiştir. Türkiye ekonomisi %7 büyümüş, döviz kurları ve finansal piyasalardaki oynaklıklar azalmış, enflasyondaki dalgalanmada düşüş ile nominal ve reel faiz oranları gerilemiştir, Türk

⁹² S. Serdengeçti, “Enflasyon hedeflemesi rejimi ve 2006 yılında para ve Kur Politikası”, TBB’de Yaptığı Sunum, İstanbul, 2005

⁹³ TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi**, 2006, www.tcmb.gov.tr, (Çevrimiçi), 30 Kasım 2013, s.20-21

⁹⁴ Hakan Kara, Musa Orak, TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi**, İstanbul, Ekim 2008, s.44

lirasına ve Merkez Bankasına olan güven artmıştır. Türkiye, bu yıllar arasında uyguladığı örtük enflasyon hedeflemesi rejiminde başarılı olmuştur.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin maruz kaldığı ilk ciddi şok, 2006 yılının Mayıs-Haziran döneminde küresel likidite koşullarının gelişmiş ülkeler lehine değişmesi ve bunun sonucunda Türkiye'nin dahil olduğu gelişmekte olan birçok ülkeden sermaye çıkışlarının başlaması olmuştur. Yeni Türk Lirası yaklaşık %30 civarında değer kaybetmiş ve enflasyonda artışa neden olmuştur. O dönemde, yaşanan finansal türbülansın yol açtığı belirsizlik ortamı ve kuraklık nedeniyle gıda fiyatlarında görülen sert artışlar enflasyon beklentilerini olumsuz biçimde etkilemiş ve enflasyonun yükselmesine neden olmuştur.⁹⁵ Açık enflasyon hedeflemesi rejimi döneminde, 2006 yılından bu yana, enerji ve gıda fiyatlarındaki artışlar ve yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamalarından kaynaklanan arz şokları enflasyondaki düşüşü engellemiştir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde, tüketicilerin harcama sepetinde gıdanın ağırlığının yüksek olması, bu kaleme büyük bir şok geldiğinde enflasyon beklentilerinin yönetimi konusunda ciddi zorluklar doğurmaktadır.⁹⁶

Merkez Bankası, enflasyon eğiliminin hedeflerle uyumlu kalmasını sağlamak ve beklentilerdeki bozulmanın fiyatlama davranışları üzerinde kalıcı etkiler oluşturmaması amacıyla para politikasında belirgin bir sıkılaştırmaya gidilmiştir ve faiz artışı uygulanmıştır. Merkez Bankasının aldığı bu önlemler ile enflasyon beklentileri kısa bir süre içinde gerilemeye başlamıştır.⁹⁷

2006 yılında uluslararası piyasalarda dalgalanmalar ve petrol fiyatlarındaki artışlar, 2007 ve 2008 yıllarında petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki artışlar enflasyondaki düşüşü engellemiştir.⁹⁸ Enflasyonun 2006 ve 2007 yıllarında hedefi aşması ve 2008 yılında da aşmasının beklenmesi ile enflasyonla mücadelede ve enflasyon beklentilerinde Merkez Bankasına olan güven azalmıştır. Bu güvenilirliği

⁹⁵ Ergun Ermişoğlu, "Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Türkiye'deki Başarısının Değerlendirilmesi", Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, Mayıs 2011, s.50

⁹⁶ Kara, Orak, a.g.e., s. 55

⁹⁷ A.g.e.

⁹⁸ Şebnem Oğuz, "Türkiye'de Enflasyon Sürekliliğinin Analizi: Tarihsel Trendi ve TÜFE Alt Gruplarındaki Farklılaşması", Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara, Mayıs 2010, s.20.

yeniden tesis etmek amacıyla Merkez Bankası, 2008 yılında, Hükümete hitaben yazılan açık bir mektupla orta vade için yeni hedefler belirlenmesini önermiştir. Bu öneri Hükümet tarafından da desteklenerek, enflasyon hedefleri 2009-2011 yılları için sırasıyla yüzde 7.5, 6.5 ve 5.5 olarak belirlenmiştir.⁹⁹

Merkez Bankası, 2008 yılının son çeyreğinden itibaren enflasyonda hızlı bir düşüş olacağını öngörerek iktisadi faaliyet üzerinde oluşabilecek potansiyel tahribatı sınırlandırmaya yönelik aktif bir politika uygulamıştır. Bir yandan kısa vadeli faiz oranlarını hızlıca aşağı çekerken, diğer yandan dengeleyici bir likidite politikası izleyerek kredi piyasalarındaki tikanıklığı gidermeyi hedeflemiştir.¹⁰⁰

Gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında başlayıp, ülkemizde 2008 yılı son çeyreğinden itibaren derinleşen küresel krizin yansımaları 2009 yılının üçüncü çeyreğinde azalarak da olsa hissedilmeye devam etmiştir. Kriz sonrası hızla daralan dış talep ve sıkılaştan finansal koşulların yanı sıra artan ihtiyati tasarruf eğiliminin etkisiyle enflasyon oranlarında bir gerileme gerçekleşmiştir.¹⁰¹ Bu dönemde Merkez Bankası faiz indirimine devam etmiş ve Türk Lirası zorunlu karşılık oranlarında indirimde gitmiştir. Belirsizliklerin devam etmesi nedeniyle para politikasının aşağı yönlü esnekliğinin korunması gerektiği ifade edilmiştir.

2009 yılında hedeflenen enflasyon %7.5 olarak ilan edilmiştir, gerçekleşen enflasyon ise hedeflenen enflasyonun altında %6.5 seviyesinde gerçekleşmiştir.

TCMB, 2010 yılında, sermaye girişlerinin arttığını göz önüne alarak, güçlü iç talep ve zayıf dış talep görünümünün devam edeceğini öngörmüş; hızlı kredi genişlemesiyle birlikte cari açık ve finansal istikrara ilişkin risklere karşı tedbir alınması gerektiğini belirtmiştir. Piyasaya ihtiyacından fazla sağlanan likidite kademeli olarak azaltılmış, zorunlu karşılık oranları artırılmıştır.¹⁰² Merkez Bankası, teknik faiz ayarlamasına gitmiş ve artık politika faiz oranı olarak gecelik faiz

⁹⁹ Kara, Orak, TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi**, www.tcmb.gov.tr, (Çevrimiçi), 8 Aralık 2013, s.57

¹⁰⁰ TCMB, **Enflasyon Raporu**, 2009-IV, www.tcmb.gov.tr, (Çevrimiçi), 8 Aralık 2013, s.3

¹⁰¹ TCMB, a.e., s.1

¹⁰² TCMB, **Enflasyon Raporu**, 2010-IV, www.tcmb.gov.tr, (Çevrimiçi), 10 Aralık 2013, s. 3

oranının değil bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının kullanılmasına karar vermiştir.¹⁰³

2010 yılında ekonomi kademeli olarak toparlanmaya devam etmiş, üretim artmış ve Türk Lirası değer kazanmıştır. Ekonomideki canlanma ile birlikte yılın ilk aylarında enflasyon yükselirken, Para Politikasının ıkış Stratejinin açıklandığı Nisan ayından itibaren enflasyon dūřmeye başlamıştır.¹⁰⁴

2010 yılında hedeflenen enflasyon oranı %6.5 'tir, gerçekleşen enflasyon oranı ise %6.4 olarak hedeflenen enflasyonun altında gerçekleşmiştir.

2011 yılında Euro Bölgesi'nde kamu borçlarının sürdürülebilirliğine dair endişelerin artması ve ABD cmlak ve emek piyasalarındaki toparlanmanın öngörölenden daha yavaş olacağının anlaşılması küresel ekonomiyi olumsuz etkilemiştir. Ülkeden sermaye çıkışının artmasıyla Türk Lirası'nda aşırı değer kaybı olmuştur. Bu durum ülkede kısa vadeli enflasyon baskısına yol açmıştır. TCMB, güçlü bir politika tepkisi vererek borç verme faizini belirgin bir şekilde yükseltmiştir. Bu dönemde sermaye çıkışlarının hızlanmasıyla döviz piyasasındaki dalgalanmaları sınırlamaya yönelik likidite tedbirleri alınmıştır. Ayrıca, Türk Lirası zorunlu karşılık oranlarında da düzenlemelere gidilmiştir.¹⁰⁵

2011 yılında hedeflenen enflasyon oranı %5.5'tir. Fakat gerçekleşen enflasyon oranı hedeflenen enflasyonun üstünde %10.4 seviyesinde gerçekleşmiştir.

2012 yılında enflasyon tahminlerin üzerinde gerçekleşmiştir. Enflasyonun öngörölenden yüksek gerçekleşmesinde yakın dönemde gözlenen petrol ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artışlar ile kamu fiyat ayarlamaları belirleyici olmuştur. Para politikası 2011 döneminden itibaren fiyat istikrarına odaklanmıştır. 2012 yılının ortalarına kadar ekonomideki dalgalanmalar ve enflasyonda yukarı yönlü riskler nedeniyle belli aralıklarla parasal sıkılaştırmaya gidilmiştir. Faiz koridorunun üst sınırı yüksek seviyelerde tutularak yukarı yönlü sıkılaştırma

¹⁰³ Ermişoğlu, a.g.e., s.59-60

¹⁰⁴ A.e., s.60

¹⁰⁵ TCMB, **Enflasyon Raporu**, 2011-IV, www.tcmb.gov.tr, (evrimii), 10 Aralık 2011, s.1-8

esnekliği korunmuştur. 2012 yılının ortalarından itibaren para politikası kademeli olarak daha destekleyici olmuştur.¹⁰⁶

Para politikasının finansal istikrar kanadında, öne çıkan bir diğerk gelişme TCMB'nin Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)'dır. Bankalara Türk Lirası cinsinden zorunlu karşılıklarının bir bölümünü döviz ve altın cinsinden tutma imkanı tanıyan ROM, temelde dış finansal şoklara karşı ekonominin dayanıklılığını artırmak amacıyla geliştirilen yeni bir araçtır. Bu sistemin sermaye akımlarındaki değişimlere bağlı olarak döviz arz ve talebi arasında oluşabilecek dengesizlikleri azaltması öngörülmüştür. Mekanizmanın otomatik dengeleyici olarak işlemedi hedeflenmiştir.¹⁰⁷

2012 yılında yeni para politikası uygulaması çerçevesinde, enflasyon hedeflemesi stratejisinde, fiyat istikrarı temel amacının yanında bu amaca uyumlu olarak finansal istikrar yaklaşımı eklenmiştir. Politika araçları olarak ise, faiz koridoru, etkin likidite yöntemi, zorunlu karşılıklar ve ROM kullanılmıştır.

Tablo 3: Para Politikası Çerçevesi

	Eski Yaklaşım	Yeni Yaklaşım
Amaçlar	Fiyat İstikrarı	Fiyat İstikrarı Finansal İstikrar
Araçlar	Politika Faizi	Yapısal Araçlar Konjonktürel Araçlar (Politika Faizi, Likidite Yönetimi, Faiz Koridoru)

Kaynak: TCMB, Yıllık Rapor, 2012, (Çevrimiçi), <http://www.tcmb.gov.tr>, 12 Ocak 2014

2012 yılının başlarında sabit bir orta vadeli enflasyon beklentisi vardır, yılın sonuna doğru azalış göstermiştir. 2012 yılında hedeflenen enflasyon %5 olarak ilan edilmiş, fakat gerçekleşen enflasyon bu hedefin üzerinde %6.2 seviyesinde gerçekleşmiştir.

¹⁰⁶ TCMB, **Enflasyon Raporu**, 2012, www.tcmb.gov.tr, (Çevrimiçi), 12 Aralık 2013, s.1-10

¹⁰⁷ A.g.e., s.5

2013 yılının ilk yarısında yatay bir seyir izleye orta vadeli enflasyon beklentileri, yılın üçüncü çeyreğinde, Türk Lirasında gözlenen değer kaybının ve bunun temel enflasyon göstergelerine yansımalarının da etkisiyle artış göstermiştir. Enflasyon beklentileri 2013 ve 2014 yıl sonları için %5 olarak belirlenen hedefin üzerinde seyretmektedir. Küresel para politikalarına dair belirsizlikler karşısında TCMB, temkinli bir para politikası uygulamıştır. Hedefin üzerinde seyreden enflasyon göstergelerinin fiyatlama davranışlarını olumsuz etkilemesini önlemek amacıyla ek parasal sıkıştırmalara devam etmiştir. 2013 yılının üçüncü çeyreğinde finansal piyasalarda belirsizlikler devam etmiş ve finansal koşullar sıkılaşmıştır.

Türk Lirasındaki değer kaybı ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artış enflasyonun yükselmesine neden olmuştur. Orta vadeli tahminler oluşturulmuş ve enflasyonun %70 olasılıkla 2013 yıl sonunda %6.8 ile %7.3 aralığında, orta noktası %6.8 olarak, 2014 yılı sonunda ise, %3.8 ile %6.8 aralığında orta noktası %5.3 olarak gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede %5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir. Sonuç olarak bir önceki Rapor'a göre enflasyon tahminleri 2013 ve 2014 yılları için sırasıyla 0.6 ve 0.3 puan yukarı yönlü güncellenmiştir. Enflasyon tahminindeki güncellemede, döviz kuru ve petrol fiyatlarındaki gelişmeler belirleyici olmuştur.¹⁰⁸

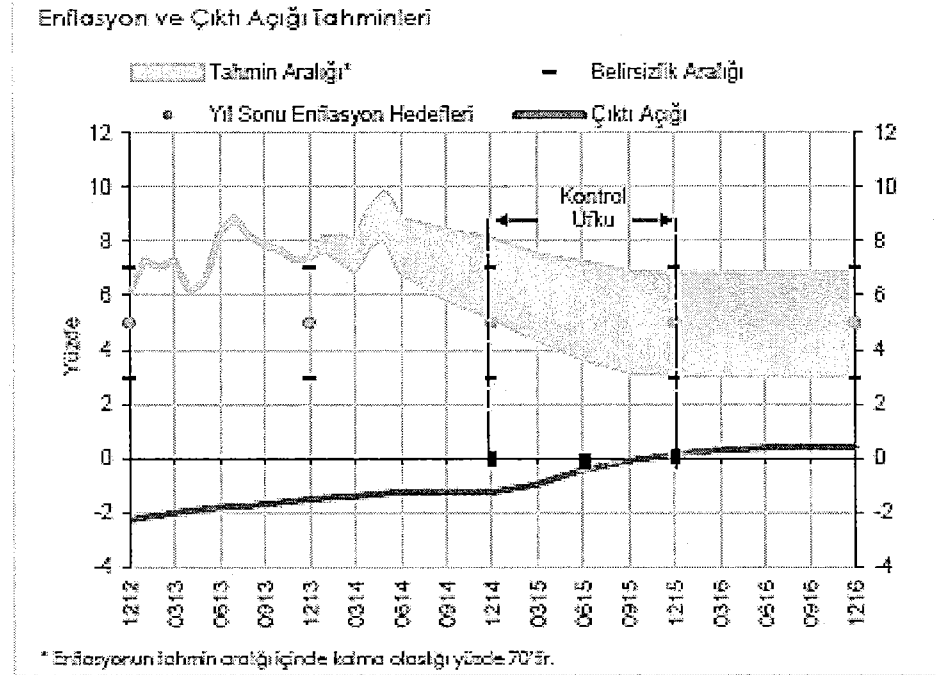
¹⁰⁸ TCMB, **Enflasyon Raporu**, 2013-IV, www.tcmb.gov.tr, (Çevrimiçi), 12 Aralık 2013, s.1-11

Tablo 4: Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler

	Hedef	Gerçekleşme
2002	35	29,7
2003	20	18,4
2004	12	9,3
2005	8	7,7
2006	5	9,7
2007	4	8,4
2008	4	10,1
2009	7,5	6,5
2010	6,5	6,4
2011	5,5	10,4
2012	5	6,2
2013	5	7,4
2014	5	-

Kaynak: <http://www.tcmb.gov.tr/>, (Çecrimiçi), 15 Ocak 2014

Tablo 5: Enflasyon Tahminleri



Kaynak: <http://www.tcmb.gov.tr/>, (Çecrimiçi), 15 Ocak 2014

Enflasyon hedeflemesi rejimi ile enflasyon oranları çift haneli rakamlardan tek haneli rakamlara gerilemiştir. Merkez Bankasının para politikası uygulamalarında bağımsızlığı, güvenilirliği, şeffaflığı ve hesap verebilir olması ile enflasyon hedeflemesi için gerekli olan koşullar sağlanmıştır. Merkez Bankasının temel amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir. Bu ise, enflasyonu önceden tahmin ederek uygulanacak para politikaları ile ekonomiyi kontrol altına alarak sağlanabilir. TCMB para politikasını oluştururken maliye politikasını da göz ardı etmemelidir. Para ve maliye politikaları birbirinden bağımsız olmamakla birlikte birbirlerini tamamlamaktadırlar.

2.1.4 Taylor Kuralı Ve Türkiye Uygulaması

Taylor, Merkez Bankası para politikası araçlarından kısa dönemli faiz oranlarını kullanarak, ekonomide istikrar ile enflasyon ve üretim hedeflerine ulaşabilmeyi amaçlamıştır.¹⁰⁹

Taylor Kuralına göre, para politikasının uzun dönemde reel değişkenler (üretim, reel faiz) üzerinde bir etkisi yoktur. Ve nominal fiyatların aşağı yönde esnek olmamasından dolayı merkez bankaları kısa dönem faiz oranlarını değiştirerek ekonomik faaliyetleri etkileyebilmektedir. Üretim düzeyinin veya enflasyon oranının uzun dönem dengesinden sapması durumunda, merkez bankası kısa dönemli nominal faiz oranlarını (dolayısıyla kısa dönemli reel faiz oranlarını) değiştirerek enflasyon oranı veya üretim düzeyini etkileyebilmektedir. Diğer bir ifadeyle, eğer enflasyon oranı hedeflenen değerinin veya üretim düzeyi potansiyel üretim düzeyinin üzerinde ise, merkez bankası kısa dönemli reel faizleri artırarak toplam talebi kısabilir. Bu yolla enflasyon oranı veya reel üretim hedeflenen düzeylere çekilebilir. Bu mekanizmanın işleyebilmesi reel faiz oranı ile ekonomik faaliyetler arasında bir ilişki olmasını gerektirmektedir.¹¹⁰

Taylor'a göre, enflasyonun yükseldiği dönemlerde, Merkez Bankası faiz oranlarını artırarak, enflasyonda düşüş gerçekleştiğinde ise faiz oranlarını düşürerek

¹⁰⁹ John B. Taylor, Discretion Versus Policy Rules In Practice, Stanford University, Carnegie-Rochester Conference Series On Public Policy 39 (1993) 195-214, North Holland

¹¹⁰ Mehtap Kesriyeli, Cihan Yalçın, Taylor Kuralı ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Not, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği, No: 9802, Ekim

üretim düzeyini etkilemektedir.¹¹¹ Taylor Kuralına göre, gerçekleşen enflasyon hedeflenen enflasyonun üzerinde gerçekleştiğinde faiz oranı yükseltilmesi, aksi durumda ise faiz oranının düşürülmesi gerekmektedir. ayrıca, gerçekleşen GSMH, potansiyel GSMH'nin altında gerçekleştiğinde de faiz oranlarının düşürülmesi, aksi durumda yükseltilmesi gerekmektedir.

Merkez bankasının parasal kuralını belirleyen faiz oranı fonksiyonu, mevcut enflasyon oranı, denge reel faiz oranı, enflasyon açığı (mevcut enflasyon oranı ile hedef enflasyon oranı arasındaki fark) ve üretim açığı (mevcut reel GSMH ile potansiyel GSMH arasındaki fark) olarak dört temel faktördeki gelişme takip edilerek kısa dönem faiz oranı belirlenmektedir.¹¹²

Taylor (1993) nominal faiz oranını (R), gerçekleşen enflasyonun hedeflenenden sapması ($P - P^*$) ve üretim açığının ($y - y^*$) bir fonksiyonu olarak tanımlamıştır.

$$R = a + b_1(P - P^*) + b_2(y - y^*) \quad (1)$$

Bu ilişkide beklenen enflasyonun hedeflenenden sapması ($P - P^*$) ve üretim açığının ($y - y^*$) katsayılarının pozitif olması beklenmektedir. Taylor (1993) beklenen enflasyon oranını (P) geriye dönük gerçekleşmiş enflasyon olarak kullanırken, Clarida ve diğ. (1997)¹¹³ beklenen enflasyon oranını ileriye dönük gerçekleşmiş enflasyon olarak kullanmışlardır.¹¹⁴

“Gelişmiş ülkelerde, enflasyon oranı oldukça düşük bir düzeyde istikrara kavuştuğu için, uzun dönem denge enflasyon hedeflenen enflasyon oranı ile önemli ölçüde farklılık göstermemekte ve bu durum ülke ekonomilerinde belirsizlik yaratmamaktadır. Diğer taraftan, Türkiye uzun yıllardan beri kronik yüksek enflasyon problemi yaşamaktadır. Bu durum, ülke ekonomisinde yapısal sorunlara neden olmuş, gelir dağılımını ve makro ekonomik istikrarı bozarak sosyal ve

¹¹¹ John B. Taylor, a.g.e., s.196-200

¹¹² Sara Onur, Türkiye Ekonomisi'nde Faiz Oranları-Enflasyon İlişkisi Üzerine Bir Model Denemesi (1980-2005), Journal of Qafqaz University, Number 24, 2008, s.134

¹¹³ Clarida, R. and M. Gerdler (1997), “How the Bundesbank Conducts Monetary Policy” in Reducing Inflation, C.D. Romer and D.H. Romer (Ed.) The Univ. of Chicago Press, s. 363-604.

¹¹⁴ Mehtap Kesriyeli, Cihan Yalçın, a.g.e., s.1

ekonomik belirsizliklere yol açmıştır. Türkiye’de enflasyonun yüksek bir platoda seyretmesinin yarattığı belirsizlikler enflasyon beklentilerini artırmış ve dolayısıyla enflasyonla mücadelede hedeflenen enflasyonun, istikrarlı bir makroekonomik ortamın gerektirdiği enflasyondan önemli oranda sapmasına neden olmuştur. Dolayısıyla, Türkiye için yapılan tahminde hedeflenen enflasyon yerine tahmin dönemindeki ortalama enflasyon oranı kullanılmıştır. Bu nedenle, yüksek ortalama enflasyon kullanılarak oluşturulan beklenen ve hedeflenen enflasyon farkının ($P - P^*$) reel faiz oranındaki değişmelere gelişmiş ülkelerde olduğu kadar duyarlı olmadığı düşünülmektedir.” Gelişmiş ülkelerin aksine Türkiye’de faiz oranlarını enflasyon oranını düşürme aracı olarak kullanmanın yeterli olamayacağı söylenebilir.¹¹⁵

¹¹⁵ Mehtap Kesriyeli, Cihan Yalçın, a.g.e., s.1

2.2TÜRKİYE’DE 1980 SONRASI ENFLASYON VE FAİZ POLİTİKALARI

2.2.1 1980 Öncesinde Enflasyon Ve Faiz Politikaları

1970’lerin sonlarına doğru yaşanan ekonomik kriz, ithal ikamesine dayalı sanayileşme politikasının başarısız olması, özel sektörün yetersiz kalması, döviz darboğazı, gittikçe yükselen enflasyon oranları ve enflasyona karşı alınan önlemlerin yapısal olmaması sonucunda enflasyon oranları gittikçe yükselmiş, büyüme, üretim ve istihdam gerilemiştir.

Türkiye’de 1970’li yıllarda yaşanan ekonomik krizin ardından 1980 sonrasında uygulanan para politikaları ile yüksek enflasyon önlenmeye çalışılmıştır. Ülkemizde 1980 yılı öncesine kadar uygulanan faiz oranlarına devlet müdahale etmiştir. Ekonomi, 24 Ocak kararları ile yeni bir boyut kazanmış, dışa açık bir ticaret politikasına geçilmiş ve bankalara mevduat ve kredi faiz oranlarını serbestçe belirleme yetkisi verilmiştir.

1980 öncesi dönemde, mali piyasalarda geçerli faiz oranlarının yapısı iktisadi olmayıp, piyasada işlem gören mali araçların vade, likidite, risk vb. özelliklerini yansıtmamakla birlikte, faiz oranları ödünç verilebilir fon arz ve talebinin, para arz ve talebinin ve tasarruf arz ve talebinin bir göstergesi olmamaktadır.¹¹⁶

“1980 öncesinde uygulanan faiz politikası organize olmamış para piyasalarının yaygınlaşmasına yol açmış, fon kullandırma maliyetlerinde bir değişiklik olmamasına rağmen piyasa şartlarının dışında sebeplerden kaynaklı olarak bu piyasalarda geçerli olan faiz oranları çok yüksek düzeylerde seyretmiştir. 1980 sonrasında uygulanmaya başlayan yeni istikrar programıyla döviz kurları ve de faiz oranlarının serbest piyasa koşullarınca belirlenmesi öngörülerek bu enstrümanların fiyatlarının piyasanın durumunu gösteren bir endikatör olmasına çalışılmıştır.”¹¹⁷

¹¹⁶ Adnan Büyükdeniz, *Türkiye’de Faiz Politikaları*, Bilim ve Sanat Vakfı Yayınları, 1991, İstanbul, s.66

¹¹⁷ Halil Tunah, “1980 Sonrası Türkiye’de Faiz Politikaları”, Yüksek Lisans Tezi, T.C. İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı İktisat Politikası Bilim Dalı, İstanbul, 2002, s.30

2.2.2 1980 – 1989 Yıllarında Uygulanan Enflasyon Ve Faiz Politikaları

Nominal faiz oranları, bir taraftan yatırımları teşvik etmek diğer taraftan kamunun borçlanma maliyetini azaltmak amacıyla, 1970’li yıllar boyunca düşük düzeylerde tutulmuş, dönem sonuna doğru enflasyon oranının artmasıyla birlikte reel faiz oranları negatif düzeylere inmiştir. Mevduatın reel getirisinin azalması banka mevduatı gibi mali varlıklara olan talebi azaltmıştır. Bu durumun sonucu olarak, birikimler banka sisteminden çıkarak, fiziki mallara, dövize ve örgütlenmemiş mali piyasalara yönelmiş ve ekonomik büyümeyi olumsuz bir şekilde etkilemiştir.¹¹⁸

1980 yılına kadar devlet faizlere bir üst tavan belirlemiştir ve bu tavanların aşılmasına izin vermemiştir. Devlet tarafından belirlenen faiz tavanlarının enflasyon oranlarının gerisindedir. 1980 yılına kadar yapılan uygulamada mevduata reel pozitif faiz verilememiş, kredilerden reel pozitif faiz alınamamıştır.¹¹⁹

“Türkiye 1980’li yıllara 1960-1980 döneminde uygulanan iktisat politikalarının değiştirilerek içe dönük sanayileşme stratejisi yerine dışa dönük sanayileşme politikalarının uygulanmak istediği ve bu amaçla çeşitli düzenlemelerin yapıldığı istikrar ve liberalizasyon programıyla girmiştir. 24 Ocak kararları olarak bilinen, dış ticaret rejiminde, kur politikalarında, fiyat ve mali politikalarda serbestleşmeyi içeren ve IMF, ve Dünya Bankası gibi çok uluslu kuruluşların ve uluslar arası finansal kuruluşların desteklediği program ve devamı uygulanmaya başlanmıştır.”¹²⁰ “24 Ocak kararları fiyat mekanizması yoluyla serbest piyasa ekonomisini yerleştirmek ve etkin kaynak dağılımını sağlamak yolunda alınmış kararlardır. Fiyat mekanizması bu işlevi gerek mal ve hizmetlerin gerekse faktör fiyatlarının kıtlık derecesine göre arz ve talep koşullarını dikkate alarak gerçekleştirecektir, bu görüşle paranın kirası olan faizin serbest piyasa koşullarına göre belirlenmesi gerekmektedir. 1.3.1980 ‘de yürürlüğe giren faiz oranları serbest piyasa koşullarına göre belirlenmemiştir, bunun üzerine uluslar arası kuruluşların da

¹¹⁸ Mehtap Kesriyeli, “1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Araştırma Genel Müdürlüğü, yayın no:97/4, Ankara, Mart, 1997, s.4

¹¹⁹ Nurhan Serim, “Faiz Politikası ve Türkiye Uygulaması”, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Fakültesi, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1987, s.41

¹²⁰ A.g.e. s.28

önerileriyle 1.7.1980 tarihinde yeni bir faiz politikası uygulanmaya başlanmıştır. Bu uygulama bankacılık kesimini etkilemiş, serbest faiz uygulaması ile tasarruf sahiplerine pozitif gelir olanağı sağlamış, dolayısıyla tasarruf artışında da etkili olmuştur.”¹²¹

1980 yılında uygulamaya koyulan istikrar politikalarının temel unsurlarından birisi de bazı fiyatların endekslemeye tabi tutulması olmuştur; bu fiyatlardan birisi döviz kurları, diğeri ise faiz oranlarıdır.¹²² Faiz ekonomik yaşamda son derece önemli işlevleri olan bir değişken olmakla birlikte günümüzde para politikası aktarma sürecinde hem araç, hem ara amaç hem de gösterge olarak önem arz etmektedir.¹²³

“1980’lerin dışa açılım modeli ihracat teşviklerine ve ihracata dayalı büyüme hedeflerine dayanmaktadır. İthal ikameci sanayileşme ve buna bağlı olarak da yatırım politikaları terk edilmiş, bu politikaların yerine ihracatın önemi özellikle ödemeler dengesi açıklarının kapatılabilmesi ve ekonominin serbestleştirilmesinin dışa açılma ile sağlanabileceği ilkesi birinci öncelik olarak ekonomi politika ve stratejilerinde yerini almıştır.”¹²⁴

1980 sonrası uygulanan para politikaları, Türkiye’deki ekonomik istikrarsızlığın temel göstergesi olarak nitelendirilebilecek yüksek enflasyonun kontrol altına alınmasına yönelik önlemler içermektedir.¹²⁵

24 Ocak Kararlarının genel ilkeleri şöyledir ;

¹²¹ A.g.e., s.59

¹²² Büyükdeniz, a.g.e., s.66

¹²³ O. Nadir İmamoglu, “Türkiye’de Faiz Politikası”, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Bölümü, İstanbul, 1991, s.78

¹²⁴ Kamil İstem Ayçetin, “Türkiye’de 1980 Sonrası Yatırımların Yönü ve Ekonometrik Model Çalışması”, T.C. İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, İktisat Politikası Blim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2007, s.63

¹²⁵ N. Anıl Gögebakan Önder, “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Temel Bilanço Büyüklükleri Ve Enflasyonun Açıklanmasındaki Görelî Önemi 1990 – 2007”, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Muhasebe Genel Müdürlüğü, Ankara, Haziran 2008, s.30

- Türkiye'nin serbest piyasa ekonomisine geçmesi, dışa kapalı bir ekonomi yerine uluslar arası sermaye ile bütünleşen bir ekonomi modeli hedeflenmekteydi.
- İthal ikameci politikalar terk edilmiş, ihracata dayalı bir politika benimsenmiştir.
- Ekonomide kararlar makro düzeyde olmalı ve hem imalat sanayide hem ihracatta özel sektörden faydalanılmalıdır. Özel yabancı sermaye yatırımlarına da gerekli teşvikler verilmelidir.
- Kamunun ekonomi içindeki payı azaltılarak özel kesim öne çıkarılmalıdır. Kurumsal ve yapısal düzenlemelerle sermaye piyasalarının oluşmasına ve kambiyo rejimi serbestleştirilmesine imkan verilmelidir.
- Uygulanacak olan faiz ve kur politikaları ile tasarruf ve döviz açığı daraltılmaya çalışılacaktır.
- Enflasyonu önlemek için para ve kredi kanalları sıkı bir biçimde denetlenecektir.
- Faiz hadleri artık devlet tarafından değil piyasa tarafından belirlenecektir.

Uygulanmaya başlanan istikrar programının kısa ve uzun dönemli amaçlarına yönelik olarak konjonktörü izleyen bir kur politikası ile birlikte uygulanacak olan pozitif reel faiz politikasının, bir taraftan para talebini yükselterek fiyat istikrarının sağlanmasına yardımcı olacağı, diğer taraftan da kaynak dağılımındaki bozuklukları düzelterek ekonomik büyümeye katkıda olacağı düşünülmektedir. Reel faiz oranları 1981 yılında pozitif düzeye çıkmıştır ve birikimler büyük ölçüde banka mevduatlarına yönelmiştir. 1981 – 1982 yıllarında toplam mevduatta önemli oranda reel artışlarla büyük bankaların faiz oranlarını reel pozitif alanda tutmak istememeleri sonucunda mevduat faiz oranlarını belirleme yetkisi TCMB'ye verilmiştir.¹²⁶

¹²⁶ Kesriyeli, a.g.e., s.4-5

1982 yılında, mali piyasalarda herhangi bir denetimin olmaması, halkın sermaye piyasaları konusundaki bilgi eksikliği ve yasal boşluklar gibi sebepler “Banker Krizi” yaşanmasına neden olmuştur.

1981 ve 1983 yılları arasında ülkeyi askeri yönetimin idare etmesi, enflasyonun azalış göstermesinin nedenlerinden biri olarak görülmüştür. 1983 yılında para ve maliye politikalarının gevşetilmesiyle enflasyon artış eğilimine girmiştir.

1983 sonrası dönemde, faiz politikalarının temel özelliği faiz oranlarının piyasada serbestçe belirlenme yerine, güdümlü olarak enflasyona endekslenmesi olmuştur. 1983 sonrası dönemde faiz politikaları mevduatlara genelde pozitif reel faiz getiri sağlama noktasında başarılı olmuştur.¹²⁷

24 Ocak kararlarını izleyen ilk üç yılda uygulanan sıkı para ve maliye politikaları 1983 yılında demokrasiye dönüşle birlikte gevşetilmeye başlanmıştır.

1984 yılında, ödemeler dengesini iyileştirmek ve enflasyon hızını yavaşlatmak için sıkı para politikası uygulanmaya çalışılmıştır ve nominal faiz oranları önemli ölçüde yükselmiştir.¹²⁸

1985’te Merkez bankasının para arzını kontrolü, doğrudan rezerv paranın, dolaylı olarak da rezerv para çarpanının etkilenmesine dayanmaktadır”¹²⁹

1985 yılının başında, reel faiz oranlarının hala negatif olmasından dolayı yaşanan dolarizasyon süreci sonunda TCMB, faiz oranlarını önemli ölçüde yükseltmiş ve yıl sonunda yaşanan döviz spekülasyonunu engellemek için TCMB, faiz oranlarını %85’lere yükseltmiştir.¹³⁰

1986 yılı içerisinde para arzı ve parasal büyüklüklerdeki gelişmeleri tahmin etmek amacıyla yeni para politikası çerçevesinde ilk kez bir parasal program oluşturulmuştur. bu parasal programda, M2 para arzı artışı belirlenmiş ve bu artış ile reel faiz, reel kur gibi değişkenler ilişkilendirilmiştir.¹³¹ 1986 yılında para arzının

¹²⁷ Büyükdeniz, a.g.e., s.67

¹²⁸ Kesriyeli, a.g.e., s.7-8

¹²⁹ Kesriyeli, a.y.

¹³⁰ Halil Tunali, s.33-34

¹³¹ Kesriyeli, a.g.m, s.11

denetimi için açık piyasa işlemleri bir para politikası aracı olarak uygulanmaya başlanmıştır. Bu yılda ayrıca Bankalararası Para Piyasası kurulması, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası açılması ve Sermaye Piyasası Kurulu kurulması ile mali piyasalarda gelişme gözlenmiştir. 1986 yılında faiz oranlarında gerilemeye gidilmiş ve 1987 yılında bu faiz politikası devam ettirilmiştir. Petrol fiyatlarında gerçekleşen düşüş, artan iç talep ve enflasyonun düşmesi ile 1986 yılında büyüme hızı artmış ve 1987 yılında da büyüme hızı artmaya devam etmiştir.

1988 ve 1989 yılları, önceki yıllara göre enflasyon oranlarının yüksek olduğu, ekonomide belirsizliğin hakim olduğu dolayısıyla büyüme oranlarının düşük olduğu yıllardır. 1988 yılında, likidite fazlasının mali piyasalarda oluşturduğu dengesizlikleri gidermek, para arzını denetlemek ve Türk Lirasını değerli kılacak bir para politikası uygulanmıştır. Mevduat faizleri, munzam karşılık oranları ve disponibilite oranları artırılarak Türk Lirasının değeri artırılmış ve döviz piyasasındaki dengesizlik giderilmiştir. Ancak finansman maliyetlerinin artmasıyla bu dönemde büyüme hızında yavaşlama görülmüştür.¹³² Ayrıca 1988 yılında, bankalararası mevduattaki faiz oranları serbest bırakılmıştır ve resmi mevduat dışındaki mevduat türlerinin faiz oranları bankalar tarafından belirlenmektedir.

1989 yılında "Türk Parası Kıymetini Koruma" kararı yürürlüğe girmiştir. Alınan bu karar ile kambiyo rejimini liberalleştirilmesi ve TL'nin konvertibl hale getirilmesi amaçlanmıştır.

1989 yılında, TL'nin konvertibl hale gelmesi ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle, Türkiye'ye sermaye girişiyle birlikte TCMB'nin rezervlerinde artış görülmüş, dolayısıyla TL değerlenmeye başlamıştır. 1989 yılı sonlarına kadar merkez bankası kredileri bir para politikası aracı olarak değil, kalkınmanın finansmanı amacıyla selektif kredi politikasının bir aracı olarak kullanılmıştır. 1989 yılı Ekim ayında alınan bir kararla merkez bankasının orta ve uzun vadeli kredi açma

¹³² N. Anıl Gögebakan Önder, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Temel Bilanço Büyüklükleri ve Enflasyonun Açıklanmasındaki Görelî Önemi, 1990-2007, **Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, TCMB Muhasebe Genel Müdürlüğü, Ankara, Haziran, 2008, s.21

uygulamasına son verilmiştir. Merkez Bankasının uyguladığı bu politikaya göre, reeskont kredileri sadece para politikasının bir aracı olarak kullanılacaktır.¹³³

2.2.3 1990 - 1999 Yıllarında Uygulanan Enflasyon Ve Faiz Politikaları

1990 yılında MB ilk defa para programını kamuoyuna açıklamış ve uygulamaya başlamıştır. Uygulanan programda, toplam bilanço büyüklüğü, toplam iç yükümlülükler, toplam iç varlıklar ve merkez bankası parası üzerine hedefler konulmuştur. Bu yılda, faiz ve döviz kurunda aşırı dalgalanmalar görülmemiş ve para piyasalarında istikrar sağlanmıştır.¹³⁴

Merkez Bankası 1991 yılında para programını açıklamamıştır. 1991 yılında yaşanan Körfez Krizi, seçim ekonomisi ve ekonomideki belirsizlik ortamı ekonomik gelişmeleri olumsuz etkilemiş ve bir para programı uygulamaya konulamamıştır. Bunun yerine TCMB, Türk lirası ve döviz piyasalarındaki istikrarı korumayı ve Rezerv Paradaki büyümeyi kontrol altına almayı amaç edinmiştir. Ancak olumsuz koşullar nedeniyle, döviz kurları ve faiz oranlarının yükselmesi engellenememiştir.¹³⁵ Bu dönemde yaşanan olumsuz gelişmeler nedeniyle büyüme hızı %2'nin altında gerçekleşmiştir.

1992 yılında Merkez Bankası yeni bir para programı açıklamıştır. Bu dönemde enflasyon ve faiz oranları yükseliş göstermiş, likidite fazlası oluşmuş ve yükselen döviz kurları da TL'nin değerini azaltmıştır. 1992 yılında hazinenin yapmış olduğu harcamalar ile kamu kesimi dengesi bozulmuştur ve kamu açıkları enflasyonun en önemli nedenlerinden biri olmuştur. Bu dönemde MB, kurdaki aşırı dalgalanmanın giderilmesine yönelik bir para politikası uygulamıştır.

1993 yılında TCMB, yüksek kamu finansman açıklarının parasal büyüklüklerin kontrolünü zorlaştırması nedeni ile bir parasal program açıklamamıştır.¹³⁶ Bu dönemde artan likiditenin kurlar üzerine baskısı kontrol edilmeye çalışılmıştır. Faiz ve enflasyon yüksek seviyede gerçekleşmeye devam etmektedir. Ekonomideki olumsuzluklar nedeniyle kötümser beklentiler artmıştır.

¹³³ Kesriyeli, a.g.m., s.29

¹³⁴ A.g.e., s.32

¹³⁵ Önder, a.g.e., s.22

¹³⁶ A.g.e., s.23

Ekonomide yaşanan olumsuz gelişmeler sonrasında Türkiye 1994 yılında ekonomik krize girmiştir. Siyasi otorite faiz oranlarının düşürülmesinin önemli olacağını ifade etmiştir. 13.01.1994 tarihinde Standart ve Poors isimli ABD kökenli raiting kuruluşu, Türkiye'nin kredi notunu düşürmüştür. Böylece, Türkiye yatırım yapılabilir ülke konumundan risk taşıyan ülke konumuna gelmiştir.¹³⁷ Hükümetin faizi düşürmek için uyguladığı politika 1994 yılının ilk aylarında devam etmiş, kamunun faiz yükü likidite enjekte edilerek aşılmaya çalışılmış dolayısıyla döviz talebi artmıştır. Resmi kur ile döviz piyasası arasında açılan makas kontrol edilemeyerek devalüasyon gerçekleştirilmiştir.¹³⁸ Enflasyon ve faizin aşırı yüksek seviyelerde olması, yüksek reel faizler nedeniyle kamu borçlarının artması, ülkede bulunan sıcak paranın kısa sürede çıkması, TL'nin aşırı değer kaybı sonunda ekonomiye istikrar kazandırmak amacıyla 5 Nisan 1994 kararları ilan edilmiştir.

5 Nisan 1994 kararları ile, kısa vadede enflasyonu düşürmeyi, mali piyasalarda ve döviz kurlarında dengeyi sağlamayı, orta vadede ise mali piyasalardaki istikrarsızlığın nedeni olan yüksek kamu açıklarına ve dış açığa kalıcı çözümler getirerek uzun vadede sürdürülebilir bir büyüme amaçlanmıştır.¹³⁹

5 Nisan kararlarının başarısızlıkla sonuçlanması 1995 yılında ülkeyi IMF ile anlaşmaya itmiştir. Bu dönemde yapılan genel seçim ve bu durumun yarattığı siyasi belirsizlik ortamı da ekonomiyi olumsuz yönde etkilemiştir.

1995 yılında enflasyonla mücadelede kur politikası nominal çapa görevini üstlenmiştir, enflasyon kadar veya daha az bir kur artışı gözetilmiştir. TCMB, kur politikasının kredibilitesini arttırmak için dış varlık artışına önem vermiş ve iç varlık artışına ise sınırlama getirmiştir. Bu amaçla parasal büyüklük hedefi Net İç Varlıklar kalemini olmuştur.¹⁴⁰

1996 yılında, Türkiye'yi 2000'li yıllara hazırlamanın gerekli alt yapısını oluşturmak amacıyla küresel ve ülke düzeyinde orta ve uzun dönem stratejileri kapsayan dinamik ve sürekli yenilenen bir yapıya sahip olan VII. Beş Yıllık

¹³⁷ Rıdvan Karluk, **Cumhuriyetin İlanından Günümüze Türkiye Ekonomisinde Yapısal Dönüşüm** Beta Yayınlar, İstanbul, 2005, S.412

¹³⁸ Tunalı, a.g.e., s.70

¹³⁹ Kesriyeli, a.g.e., s.25

¹⁴⁰ Önder, a.g.e., s.23

Kalkınma Planı (2001-2005) hazırlanmıştır.¹⁴¹ Yine bu dönemde AB ile Türkiye arasında ortaklık ilişkisini kuran Gümrük Birliği Anlaşması imzalanmıştır. 1996 yılında, ekonomideki belirsizlikler devam etmiştir ve MB ekonomideki istikrarı sağlamak için kısa vadeli programlar uygulamıştır.

1997 yılında para politikası uygulamaları 1996 yılında da olduğu gibi mali piyasalarda istikrar sağlamak olmuştur. 1997 yılında Güneydoğu Asya mali piyasalarında başlayan kriz Türkiye'yi de olumsuz etkilemiştir. Asya piyasalarında sermaye girişinin azalması spekülâtif hareketlerin başlamasına yol açarak krize neden olmuştur. Para otoriteleri kuru korumak amacıyla, döviz piyasasına müdahale etmiş ve faiz oranlarını yükseltme yoluna gitmişlerdir. Sonuç olarak, reel kur endeksindeki dalgalanmaların 1997 yılı boyunca dar bir aralık içinde seyretmesi izlenen kur politikası hedefine büyük ölçüde ulaşıldığını göstermektedir. Bu durum, açıklanan kur politikasının piyasalar tarafından gerçekçi bulunduğu göstergesi olarak değerlendirilebilir.¹⁴²

1995 yılında başlayan hızlı büyüme eğilimi, %50 enflasyon hedefi çerçevesinde alınan para ve maliye politikası önlemleri, Rusya Federasyonunda Ağustos ayında başlayan krizin Türkiye'yi de etkilemesiyle meydana gelen sermaye çıkışının reel sektörü de etkilemesi, Güneydoğu Asya'da 1997 yılında meydana gelen kriz ile yaşanan sermaye çıkışı sonucunda dünya ekonomisindeki talep daralması ve reel sektörde, 1996 yılında Gümrük Birliği'ne geçiş ile yapılan yatırımların oluşturduğu aşırı kapasitenin, iç ve dış talep daralması sonucunda ortaya çıkan finansman sorunu nedenleriyle 1998 yılında sona ermiştir. Yılın ilk yarısında enflasyon mücadelesi ağırlık kazanırken, yılın ikinci yarısında enflasyon mücadelesi yanında istikrar politikası da ağırlık kazanmıştır. Diğer yandan dış ekonomik krizlerin ülke ekonomisine yansımaması için faiz oranları politika değişkeni olarak

¹⁴¹ T.C. Kalkınma Bakanlığı, <http://www.kalkinma.gov.tr/Pages/KalkinmaPlanlari.aspx>, (Çevrimiçi), 24 Şubat

¹⁴² TCMB, **Yıllık Rapor-1997**, Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler Ve Para Politikası, www.tcmb.gov.tr, (Çevrimiçi), 20 Şubat 2014

kullanılmıştır. Bu dönemde, Rusya Krizi ile nominal faizler ve reel faizler artış göstermiştir.¹⁴³

1998 yılında TCMB ile IMF arasında bir Yakın İzleme Anlaşması imzalanmıştır. Anlaşmanın temel hedefleri;¹⁴⁴

- Bütçenin faiz dışı dengesinin vergi gelirlerindeki artışa bağlı olarak GSMH'nın yüzde 4'ü oranında fazla vermesi öngörülmüştür.
- Özelleştirmeden elde edilecek gelirlerin bir kısmının enflasyonla mücadelede kullanılması planlanmıştır.
- Bütçe üzerinde yükleri olan sosyal güvenlik kurumları açıklarının giderilmesi ve bu amaçla mümkünse emeklilik yaşının yükseltilmesi öngörülmüştür.
- Bankacılık sektörünün denetiminin daha etkin bir hale getirilmesi için bankaların sermayelerinin güçlendirilmesi ve açık pozisyonlarının sınırlandırılması yönünde yasal önlemlerin hayata geçirilmesinin önemi vurgulanmıştır.
- Kamu sektöründe maaş artışlarının ve tarımsal destekleme fiyatlarının, gerçekleşen değil, hedeflenen enflasyon oranına göre artırılması amaçlanmıştır.
- Para politikası, enflasyonla mücadele çabalarını sürdürmeye yönelik bir rol üstlenmiştir. Bu bağlamda, kur politikasının öngörülen enflasyon ile tutarlı bir seyir izlemesi, net iç varlıklarda gerçekleşecek bir büyümenin, Merkez Bankasının kamu sektörüne kredi açmamasını sağlayacak ölçüde kalması ve bunun dikkatle izlenmesi öngörülmüştür.

1998 yılında yaşanan Rusya Krizi ile başlayan ekonomik daralma süreci, 1999 yılında Ağustos ve Kasım aylarında yaşanan Marmara Depreminin olumsuz etkileri ve dünyadaki ekonomik durgunlukla birlikte 1999 yılında daha da

¹⁴³ TCMB, Yıllık Rapor, 1999, www.tcmb.gov.tr, (Çevrimiçi), 20 Şubat 2014

¹⁴⁴ TCMB, a.y.

derinleşmiştir. Piyasalarda gözlenen ekonomik belirsizlikleri azaltmak için kur politikası ile birlikte enflasyonun kontrol altında tutulması hedeflenmiştir. 1999 yılında Hükümet IMF ile 2000-2002 dönemi sonunda enflasyonu tek haneli rakamlara indirmesini hedefleyen bir stand-by anlaşması imzalanmıştır. Türk lirasındaki değer kaybının 1998 yılında yüzde 57,7 olmasına karşılık 1999 yılının aynı dönemi için yüzde 60,6 olmuştur. TÜFE ile ölçülen enflasyon oranı ise yüzde 68,8 olarak gerçekleşmiştir.¹⁴⁵

2.2.4 2000 – 2009 Yılları Arasındaki Enflasyon Ve Faiz Politikaları

“Türkiye ekonomisinde 2000 yılındaki gelişmelerin temel belirleyicisi, yılbaşında uygulamaya konulan “Enflasyonu Düşürme Programı” olmuştur. Programın orta vadeli amaçları, 3 yıllık bir sürenin sonunda enflasyonu tek haneli rakamlara indirmek, reel faiz oranlarını makul bir düzeye düşürmek, ekonominin büyüme potansiyelini artırmak, ekonomideki kaynakların daha etkin olarak kullanımını sağlamak olarak belirlenmiştir. Programın temel olarak üç unsuru bulunmaktadır. Bunlar; sıkı maliye politikası uygulamalarıyla faiz dışı fazlanın artırılması, yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve özelleştirmenin hızlandırılması; enflasyon hedefiyle uyumlu gelirler politikası; düşük enflasyon hedefine odaklanmış para ve kur politikalarıdır.”¹⁴⁶ Para programı ile 2000 yılı sonuna kadar 1 ABD doları ve 0,77 Euro’dan oluşan kur sepetinin Türk lirası karşısındaki değerini yüzde 20’lik Toptan Eşya Fiyat Endeksi yıl sonu hedefi doğrultusunda ileriye dönük bir biçimde önceden açıklamıştır. Enflasyonu Düşürme Programı Kasım 2000 krizine kadar başarı ile uygulanmıştır. Programla birlikte faiz oranlarında düşüşler gerçekleşmiş bazı hedeflere ulaşılmış fakat enflasyon hedefi tutturulamamıştır. Programda kur sepeti değerinin hedeflenen enflasyona göre önceden ilan edilmesi ve fiyat artışlarındaki yavaşlamanın zaman alması, TL’nin aşırı değerlenmesi sonucunu doğurmuştur. Dolayısıyla, cari açık ve bankacılık sektöründe kırılganlık artmış ve Kasım 2000 likidite krizini doğurmuştur. IMF’den stand-by anlaşması çerçevesinde 10,4 milyar dolarlık ek rezerv kolaylığı sağlanması piyasaları kısmen

¹⁴⁵ TCMB, Yıllık Rapor, 1999

¹⁴⁶ TCMB, Yıllık Rapor, 2000, www.tcmb.gov.tr, (Çevrimiçi), 27 Şubat 2014, s.13

rahatlatmıştır.¹⁴⁷ 2000 yılında yaşanan bu olumsuzluklar enflasyon oranının %61,6 olarak gerçekleşmesine neden olmuştur.

2000 yılı Kasım ayında yaşanan krizden sonra, artan faiz oranları ve ekonomideki belirsizlik ortamı iç talep ve üretimi düşürmüş ve 2001 yılı Şubat ayı sonunda bir kriz daha yaşanmasına neden olmuştur. 2001 Şubat Krizi sonrası, dalgalı kur rejimine geçilmiştir ve döviz kuru piyasada arz ve talebe göre belirlenmektedir. TL'nin değer kaybı, faiz oranlarının artması, başta akaryakıt ve enerji olmak üzere kamu fiyatlarındaki yüksek oranlı ayarlamalar nedeniyle üretim maliyetlerinin artması ve dolayısıyla fiyat seviyesinin artmasıyla yıl sonu tüketici fiyatları enflasyonu %70 seviyelerine gelmiştir.

2001 krizi siyasi krizle birlikte yabancıların ülke ekonomisine olan güvenini yitirmesine neden olmuş bununla birlikte yüklü bir miktarda sermaye çıkışı yaşanmıştır. Bankalararası gecelik borçlanma faizleri %5000'e kadar çıkmış, bu yüksek faiz bile TL'den kaçışı ve döviz hücumu durduramamıştır.¹⁴⁸ 11 Eylül 2001 tarihinde ABD'ye yönelik yapılan terörist saldırısı da iç ve dış piyasayı olumsuz yönde etkilemiştir.

2002 yılı başında “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” adında 2002-2004 yıllarını kapsayacak şekilde bir program uygulanmaya başlanmıştır. Programın temel amaçları, mali piyasalardaki belirsizliğin azaltılması için bankacılık sektörüne ilişkin tedbirlerin alınması, buna bağlı olarak faiz oranları ile döviz kurlarında istikrarın sağlanması, iktisadi etkinliği sağlayacak yapısal reformların gerçekleştirilmesi, makroekonomik politikaların enflasyonla mücadelede etkin bir şekilde kullanılması, sürdürülebilir büyüme ortamının temin edilmesi olarak belirtilmiştir. Kamu kesiminin artan borç yükünün sürdürülebilir bir yapıya kavuşturulması amacıyla maliye politikası daha da sıkılaştırılmış, para politikasında MB'nin kısa vadeli faiz oranları üzerinde etkisi artırılmıştır.¹⁴⁹

¹⁴⁷ A.e., s.72

¹⁴⁸ Kamil İstem Ayçetin, “Türkiye’de 1980 Sonrası Yatırımların Yönü Ve Ekonometrik Model Çalışması”, T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Ana Bilim Dalı, İktisat Politikası Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2007, s.78

¹⁴⁹ TCMB, Yıllık Rapor, 2002, www.tcmb.gov.tr, (Çevrimiçi), 27 Şubat 2014, s.13

2002 yılında MB, parasal hedeflemeye ek olarak, nihai hedefi olan fiyat istikrarı ile tutarlı bir enflasyon hedeflemesine resmi olarak geçmeden “Örtük Enflasyon Hedeflemesi” politikasını izleyeceğini ve para politikası aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanacağını belirtmiştir.

2002 yılında enflasyon %35 hedeflenirken %29.7 seviyesinde gerçekleşmiş, ekonomi ise %7.8 civarında büyüme göstermiştir.

2003 yılında MB’nin temel amacı enflasyonla mücadele, borç yükünün azaltılması ve sürdürülebilir hızlı büyüme olmuştur. Bu çerçevede, büyüme hızı %5, enflasyon hedefi ise %20 olarak saptanmıştır. Bu dönemde yeni kurulan hükümet ile siyasi belirsizlik azalmıştır ancak, 2003 yılının Mart ayında Irak Savaşı’nın yarattığı belirsizlik ortamı ve Hükümetin ekonomi politikalarına ilişkin tereddütler finansal piyasalarda dalgalanmaya yol açmıştır. Bu dönemde olumsuz diğer gelişmelere bağlı olarak yükselen uluslararası ham petrol fiyatları ve TL’nin değer kaybetmesi maliyetleri artırmıştır. 2003 yılında uygulanan ekonomik programın sonucunda maliyet yönlü baskıların zayıflaması ve iç talepteki canlanmanın sınırlı kalması, TEFE’nin düşüş eğilimini sürmesini sağlamıştır. En yüksek yıllık artış tarım fiyatlarında gerçekleşmiştir ve enerji fiyatlarındaki artışın sınırlı olması TEFE’yi olumlu yönde etkilemiştir.¹⁵⁰

2003 yılında IMF ile yürütülmekte olan Para Programı çerçevesinde belirlenen dönemsel ve yıl sonuna ilişkin tüm hedeflere genel olarak ulaşılmıştır.

TCMB, 2004 yılında da dalgalı kur rejimi altında örtük enflasyon hedeflemesi politikasına devam etmiştir. Bu yılda da, IMF ile yürütülen para programı çerçevesinde belirlenen kriterlere ve hedeflere ulaşılmıştır. 2004 yılı sonunda tüketici fiyatları enflasyonu %10’un altına gerilemiştir. Gayri Safi Milli Hasıla’da (GSMH), son yıllar ortalamasının üzerinde bir büyüme gerçekleşmiştir.¹⁵¹ Reel faizler %10 seviyesinde gerçekleşmiş, ekonomi ise %9,9 oranında büyümüştür.

¹⁵⁰ TCMB, *Yıllık Rapor*, 2003, www.tcmb.gov.tr, (Çevrimiçi), 1 Mart 2014, s.15

¹⁵¹ TCMB, *Yıllık Rapor*, 2004, www.tcmb.gov.tr, (Çevrimiçi), 1 Mart 2014, s.75

2005 yılı başında paradan altı sıfır atılarak TL'nin yeniden itibar kazanması, fiyat istikrarı yolunda alınan mesafenin açık bir göstergesi olmuştur. 2005 yılında uygulana para programının kararlılığı, mali disiplinden taviz verilmemesi, yapısal reformların devam etmesi, YTL'nin bulunduğu güçlü seviye ve faizlerde görülen düşüş, ekonomideki canlanmanın temel nedenleri olarak gösterilebilmektedir. Bu yılda, ekonomideki büyüme %5,5 oranında, yıl sonu enflasyon oranı ise belirlenen hedefin altında, %7,72 seviyesinde gerçekleşmiştir.¹⁵²

2005 yılı enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş dönemi olarak ilan edilmiştir ve 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmiştir.

2002 yılından itibaren uygulanan para politikalarıyla ekonomide istikrar sağlanmış ve hızlı bir büyüme katedilmiştir. 2006 yılının ilk yarısına kadar bu büyüme devam etmiş, 2006 yılının ilk iki çeyreğinde sırasıyla, %6,5 ve %7,8 seviyelerinde, üçüncü çeyreğinde ise %3,4 oranında bir büyüme gerçekleşmiştir. 2006 yılının Mayıs ve Haziran aylarında, mali piyasalarda yaşanan dalgalanmayla, YTL değer kaybetmiş, enflasyon ve enflasyon beklentilerinde artışlar yaşanmış ve faizler yükselmiştir. 2006 yılının sonunda TÜFE enflasyonu, yıl sonu için açıklanmış belirsizlik aralığının üst limiti olan %7 seviyesinin üzerinde, %9,65 olarak gerçekleşmiştir.¹⁵³

2006 yılı başında uygulamaya konulan açık enflasyon hedeflemesi rejimi 2007 yılında da devam etmiştir. 2007 yılı sonunda TÜFE enflasyonu %8,39 olarak gerçekleşmiş ve yıl sonu için açıklanan, belirsizlik aralığının üst limiti olan %6 seviyesinin üzerinde gerçekleşmiştir. Bir önceki yılda uygulanan sıkı para ve maliye politikalarının etkileri, 2007 yılında özellikle hizmet ve dayanıklı mal grubu fiyatlarında görülmüştür. 2007 yılında da arz yönlü unsurların tüketici enflasyonunu etkilemeye devam ettiği ve gıda ürünleri fiyatları üzerinde etkili olduğu görülmüştür.¹⁵⁴

¹⁵² TCMB, Yıllık Rapor, 2005, www.tcmb.gov.tr, (Çevrimiçi), 1 Mart 2014, s.15-80

¹⁵³ TCMB, Yıllık Rapor, 2006, www.tcmb.gov.tr, (Çevrimiçi), 2 Mart 2014, s.28-34

¹⁵⁴ TCMB, Yıllık Rapor, 2007, www.tcmb.gov.tr, (Çevrimiçi), 2 Mart 2014, s.30-41

2007 yılının Ağustos ayında ABD emlak piyasalarında başlayan ve 2008 yılının Eylül ayında başta ABD’de olmak üzere büyük mali kuruluşların iflas etmesiyle derinlik ve yaygınlık kazanan küresel mali krizin olumsuz etkileri 2008 yılının ikinci yarısından itibaren Türkiye ekonomisi üzerinde de olumsuz etkilerini göstermeye başlamıştır. 2008 yılının ikinci çeyreğinden itibaren emtia ve petrol fiyatları artmış ve iç talepte azalma görülmüştür. Yılın üçüncü çeyreğinde GSYİH büyüme oranı, 2002 yılından bu yana görülen en düşük büyüme oranı olan %0,5 düzeyinde gerçekleşmiştir.

2008 yılında da enflasyon hedefleme politikasına devam edilmiştir. 2008 yılı için önceden belirlenen %4 oranındaki enflasyon hedefi, ekonomide devam eden arz şoklar ve küresel piyasalardaki sorunlar nedeniyle enflasyon tahminlerinin yukarı yönlü olarak yeniden güncellenmesi gerekmiştir. MB enflasyonun %4 seviyesine geri dönebilmesi iki yıldan fazla bir süre alabileceğini öngörerek 2009-2011 dönemleri için yeni enflasyon hedefleri belirlemiştir. Karara göre, 2009 yılı sonu için %7,5, 2010 yılı sonu için %6,5 ve 2011 yılı sonu için %5,5 olarak belirlenmiştir. 2008 yılının son çeyreğinde, küresel ekonomideki yavaşlamayla birlikte yurtiçi talepte meydana gelen daralma ve emtia fiyatlarının hızla gerilemesi, enflasyon oranı üzerinde orta vadede aşağı yönlü bir baskı oluşturacağı, hedeflenen enflasyonun altında bir enflasyon gerçekleşeceği düşünüldükçe, politika faiz oranları yılın son iki ayında toplam 175 baz puan düşürülmüştür.¹⁵⁵

Küresel kriz, Türkiye’de reel sektörü ve beklentileri finansal kesime göre olumsuz etkileri daha belirgindir. 2001 krizi sonrasında bankacılık sektöründe gerçekleştirilen yapısal değişimler, finansal kesimin bu krizden daha kötü bir şekilde etkilenmemesine olanak sağlamıştır.

2008 yılının son çeyreğinde meydana gelen küresel kriz, 2009 yılında da Türkiye ekonomisi üzerinde olumsuz etkilerini sürdürmeye devam etmiştir. 2009 yılı sonunda, TÜFE enflasyonu bir önceki yıla kıyasla 3,5 puan azalarak, belirlenen %7,5 enflasyon oranının altında, %6,5 oranında gerçekleşmiştir. 2009 yılı sonu itibarıyla 2010 yıl sonu enflasyon beklentisi %6,56, 2011 yıl sonu enflasyon beklentisi ise

¹⁵⁵ TCMB, Yıllık Rapor, 2008, www.tcmb.gov.tr, (Çevrimiçi), 8 Mart 2014, s.31-46

%6,31 düzeyine gelmiştir. “Krizle karşı uygulanan mali önlem paketleri çerçevesinde kamu harcamalarının artması ve yurt içi iktisadi faaliyetlerdeki daralmaya bağli olarak vergi gelirlerinin düşmesi, bütçe açığının genişlemesine yol açmış, kamu borcunun GSYİH’ye oranı yükselmiştir.” Bu durumlara bağli olarak yılın ilk yarısında enflasyonda belirgin bir düşüş gözlenmiştir. Yılın ikinci yarısında ise, temelde baz etkisi ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artışlar nedeniyle yıllık enflasyon bir miktar yükselmiş ve temel fiyat göstergeleri düşük seyrini korumuştur. Yılın sonlarına doğru ekonomi toparlanma sürecine girmiş, faiz oranları kademeli olarak yavaşlatılmış ve 2009 yılında politika faiz oranları toplam 850 baz puan düşürülmüştür.¹⁵⁶

2.2.5 2010 – 2013 Yıllarında Uygulanan Enflasyon Ve Faiz Politikaları

2008 yılında yaşanan küresel krizin etkilerinin hafiflemesiyle 2010 yılında ekonomi toparlanma eğilimine girmiştir. 2010 yılının ilk dokuz ayında GSYİH artışı %8,9 olarak gerçekleşmiştir ve Türkiye OECD ülkeleri arasında en hızlı büyüyen ülke olmuştur. Krize karşı alınan mali ve parasal tedbirler sayesinde ekonomideki belirsizlikler ortadan kalkmış, tüketicinin güveni artmış, tüketim ve yatırım kararları olumlu yönde etkilenmiş olduğu görülmektedir. TÜFE enflasyonu, hedeflenen enflasyon oranı olarak belirlenen %6,5 enflasyon seviyesinin altında, %6,4 oranında gerçekleşmiştir. Bu dönemde, TCMB, kriz döneminde devreye sokulan geçici likidite desteklerini geri çekmiş, piyasaya ihtiyacından fazla sağlanan likiditeyi kademeli olarak azaltmıştır ve zorunlu karşılık oranlarını artırmıştır.¹⁵⁷

2011 yılında TCMB yeni bir para politikası stratejisi oluşturmuştur. Bu stratejide, TCMB, fiyat istikrarını sağlamayı temel amaç olarak korurken, finansal istikrarı da dikkate almaya başlamıştır. Temel politika aracı olan kısa vadeli faizlere ek olarak, gecelik borç alma ve borç verme faizleri arasında oluşan faiz koridoru ile

¹⁵⁶ TCMB, Yıllık Rapor, 2009, www.tcmb.gov.tr, (Çevrimiçi), 8 Mart 2014, s.25

¹⁵⁷ TCMB, Yıllık Rapor, 2010, www.tcmb.gov.tr, (Çevrimiçi), 13 Mart 2014, s.27-46

zorunlu karşılıkların araç olarak bir arada kullanıldığı bir para politikası geliştirilmiştir.¹⁵⁸

2011 yılında gelişmekte olan ülkelerden sermaye çıkışlarının artması üzerine, gecelik borç alma faizi yükseltilerek faiz koridoru daraltılmış ve bankacılık sisteminin likidite ihtiyacını karşılamaya yönelik olarak TL zorunlu karşılıklarda bazı düzenlemeler yapılmıştır. Buna ek olarak, döviz piyasasındaki dalgalanmayı önlemek amacıyla likidite tedbirleri alınmıştır ve ekonomide durgunluğa neden olan sorunları azaltmak için politika faizinde indirim yapılmıştır. Ağustos ayından itibaren TL’de yaşanan değer kaybı ile kısa vadede enflasyondaki yükselişin öngörülenden daha hızlı olacağı anlaşılmıştır. Bu durumun enflasyon beklentilerini engellememesi için, TCMB, Ekim ayında gecelik borç verme faizlerini artırarak faiz koridorunu yukarı doğru genişletmiş ve para piyasasındaki gecelik faiz oranlarının politika faizinden daha yüksekte oluşmasına izin vermiştir. Faiz oranlarındaki artışın likiditede sıkılaşmaya neden olmaması için zorunlu karşılık oranları bir miktar düşürülmüştür. 2011 yılının ilk dokuz aylık döneminde GSYİH’de bir önceki yılın aynı dönemine göre %9,6 oranında artış gerçekleşmiş ve bu dönemde yıllık tüketici enflasyonu önceki yıla göre 4 puan artarak %10,45 seviyesinde gerçekleşmiştir.¹⁵⁹

2011 yılında TCMB tarafından tasarlanan yeni para politikası yaklaşımı, 2012 yılında yeni politika araçları ile zenginleştirilmiştir. 2012 yılında, faiz koridoru, etkin likidite yönetimi, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizması (ROM) para politikası aracı olarak kullanılmıştır.¹⁶⁰

2012 yılının ortalarına kadar, ekonomideki dalgalanmalar ve enflasyonda yukarı yönlü riskler nedeniyle belli aralıklarla parasal sıkılaştırmaya gidilmiştir ve belli aralıklarla faiz koridorunun üst sınırı yüksek seviyelerde tutulmuştur. 2012 yılının ortalarından itibaren para politikası daha destekleyici konuma gelmiştir. Döviz kuru ve ithalat fiyatlarında önceki yıl görülen etkilerin giderek azalması ve iç talepte süregelen yavaşlama sonucu, temel mal fiyatlarının yıllık artış oranı gerilemeye

¹⁵⁸ TCMB, Yıllık Rapor, 2011, www.tcmb.gov.tr, (Çevrimiçi), 13 Mart 2014, s.27

¹⁵⁹ TCMB, Yıllık Rapor, 2011, www.tcmb.gov.tr, (Çevrimiçi), 13 Mart 2014, s.27-54

¹⁶⁰ TCMB, Yıllık Rapor, 2012, www.tcmb.gov.tr, (Çevrimiçi), 5 Nisan 2014

devam etmiştir. Bu gelişmeler çerçevesinde temel enflasyon göstergeleri aşağı yönlü eğilimini sürdürmüştür.¹⁶¹

2012 yılında enflasyon, 4,3 puan gerilemiş ve %5 olan tüketici enflasyonu hedefinin 1,2 puan üzerinde belirsizlik aralığının içinde, yıl sonu itibarıyla %6,16 oranında gerçekleşmiştir.¹⁶²

2013 yılının Mayıs ayına kadar küresel düzeyde finansal piyasalardaki belirsizliklerin devam etmesi nedeniyle TCMB, esnek para politikası uygulamasına devam etmiştir.

2013 yılında, FED'in nicel genişleme politikasından çıkış stratejisini uygulamaya devam etmesi gelişmekte olan ülkelerde sermaye akımlarındaki çıkış eğilimi devam etmiştir. Bu dönemde, kısa vadeli faiz oranları düşük tutulmuş ve döviz rezervleri artırılarak ihtiyadi tedbirler alınmıştır. Bu politika ile bir taraftan reel döviz kurundaki değerlenme baskısı kontrol altına alınırken diğer taraftan iç ve dış talep arasındaki dengelenme sürecinin devam etmesi sağlanmıştır.¹⁶³

2013 yılında küresel para politikalarında yaşanan belirsizlikler, Türkiye'yi de etkisi altına almış ve ülkeden sermaye çıkışlarına neden olmuştur. 2013 yıl sonu itibarıyla gerçekleşen tüketici enflasyonu önceki yıla göre 1,2 puan yükselerek %7,4 oranında, belirsizlik aralığının üzerinde gerçekleşmiştir.¹⁶⁴

¹⁶¹ TCMB, **Enflasyon Raporu**, 2013-I, www.tcmb.gov.tr, (Çevrimiçi), 5 Nisan 2014

¹⁶² TCMB, **Yıllık Rapor**, 2012, www.tcmb.gov.tr, (Çevrimiçi), 5 Nisan 2014

¹⁶³ TCMB, **Yıllık Rapor**, 2013, www.tcmb.gov.tr, (Çevrimiçi), 5 Nisan 2014

¹⁶⁴ TCMB, **Enflasyon Raporu**, 2014-I, www.tcmb.gov.tr, (Çevrimiçi), 17 Mayıs 2014

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ENFLASYON VE FAİZ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ

3.1 Uygulama

3.1.1 Yazınsal Bir Değerlendirme

Fisher hipotezi, enflasyon ve faiz oranları arasında pozitif bir ilişki olduğunu desteklemektedir. Konuyla ilgili birçok çalışma yapılmıştır. İlk olarak Irving Fisher, 1930 yılında yayınladığı “The Theory Of Interest” kitabında beklenen enflasyon ve nominal faiz oranı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırmasında, İngiltere için 1820 ile 1924 yılları arasındaki yıllık enflasyon ve faiz oranlarını, Amerika için ise, 1890 ile 1927 yılları arasındaki yıllık enflasyon ve faiz oranlarını değerlendirmiştir. Fisher araştırma sonucunda, beklenen enflasyonun, faiz oranında gerçekleşen ani değişimlerden etkilenmediğini bulmuştur. Uzun dönemde enflasyon ve fiyat değişimleri arasında Amerika için 0.86 oranında bir korelasyon bulunduğu, İngiltere için ise 0.98 oranında bir korelasyon olduğu kabul edilmiştir. Analizinde, incelenen dönemi 20 yıllık dönemlere ayırarak, enflasyon ve faiz oranı ilişkisini kısa dönem için araştırmıştır. Kısa dönemde de Fisher Etkisinden bahsedebilmek için daha fazla kanıtı ihtiyaç olduğunu belirtmiştir.¹⁶⁵

Fisher Etkisinin geçerliliğini test eden çalışmalardan bazıları şunlardır: Mishkin, 1991 yılında, 1964:04-1986:10 dönemine ait enflasyon ve faiz oranı serilerini aylık veriler halinde kullanarak, Dickey-Fuller ve Philips-Perron testlerini uygulayarak ABD için Fisher etkisinin uzun dönemde var olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Mishkin ve Simon’un 1994 yılında yaptıkları çalışmada, 1962:03-1993:04 dönemine ait üçer aylık enflasyon ve faiz oranı serilerini kullanarak Avusturalya için Fisher Etkisi test edilmiş ve uzun dönemde geçerli olduğu kanıtlanamamıştır. Atkins ve Coe, 2002 yılında, 1953-1999 yılları arasında enflasyon ve faiz oranları aylık

¹⁶⁵ Irving Fisher, *The Theory Of Interest*, 1930, s.416-451

verilerini kullanarak ARDL sınır testi yaklaşımını kullanmışlardır ve Fisher Etkisinin Kanada ve ABD için geçerli olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Moazzami, 1989 yılında yaptığı çalışmada, gelişmiş ve gelişmekte olan yirmi altı ülkeyi ele alarak beklenen enflasyon ve faiz oranları arasındaki ilişkiyi incelemiş ve uzun dönemde Fisher Etkisinin geçerli olduğu sonucuna ulaşmıştır. 2004 yılında Granville ve Mallick yaptıkları çalışmada, 1900 ile 2000 yılları arasındaki enflasyon ve faiz oranları serilerini kullanarak, Johansen eşbütünleşme testi ile İngiltere için uzun dönemde Fisher Etkisinin geçerli olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Jens Weidmann, 1997 yılında yaptığı araştırmada, uzun dönemde enflasyon ve faiz arasındaki ilişkiyi Almanya verileri ile, ortak eşbütünleşme tekniği ile test etmiş ve sonuç olarak enflasyon ve faiz oranlarının birebir hareket etmediğini savunarak Fisher Etkisini geçerliliğini kanıtlamamıştır. Westerlund, 2006 yılında, 1980:1-1999:12 dönemine ait 14 OECD ülkesinin aylık verilerini kullanarak yaptığı çalışmada, panel eşbütünleşme testi ile Fisher Etkisinin geçerli olduğu sonucuna ulaşmıştır. Peng, MacDonald and Murphy, Yuhn 1996 yılında, ABD, Almanya ve Japonya ülkeleri için Fisher Etkisinin varlığı konusunda kanıt bulmuşlardır. Phylaktis and Blake 1993 yılında, Fisher Etkisini, enflasyonun yüksek olduğu Arjantin, Brezilya ve Meksika ülkelerinde 1970 ve 1980 yılları arasındaki veriler ile incelemişlerdir. Araştırmada, birim kök ve eşbütünleşme testleri uygulanarak nominal faiz oranları ile enflasyon arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu tespit edilmiş, Fisher Etkisinin geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Nusair, 2008 yılında, 1978 ile 2005 yılları arasındaki üçer aylık enflasyon ve faiz oranları verileri ile Gregory-Hansen testi ile altı Asya ülkesi için Fisher Etkisini test etmiş ve Kore, Singapur, Malezya ve Tayland için Fisher Etkisinin geçerli olduğu, Endonezya ve Filipinler için ise bu etkinin geçerli olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Türkiye için Fisher Etkisinin test edildiği çalışmalardan bazıları şunlardır: Erol Çakmak, Hayati Aksu ve Selim Başar, 2001 yılındaki yaptıkları araştırmada, 1989:01-2001:07 dönemine ait üçer aylık enflasyon ve faiz oranları serileriyle VAR modeli kullanmışlardır. Elde edilen sonuçlara göre Fisher Etkisinin Türkiye için geçerli olmadığı, ayrıca faiz oranlarının fiyatlar genel düzeyi üzerindeki etkisinin oldukça zayıf olduğu, buna karşılık fiyatlar genel düzeyinin faizler üzerinde önemli

bir etkisi olduğu saptanmıştır. 2002 yılında, Hakan Berument ve Muhammed Mehdi Jelassinin yaptığı çalışmada, 26 ülke için Fisher Etkisi test edilmiş, 12 gelişmiş ülkeden 9'u, gelişmekte olan 14 ülkeden ise 7'si Fisher Hipotezini destekler sonucuna ulaşılmıştır. 2003 yılında Evrim Alam'ın araştırmasında, 1987:02-2002:04 dönemine ait üçer aylık faiz oranı ve enflasyon serileriyle Reset, White, ARCH ve Jarque-Bera tesleri son olarak da VAR modeli kullanılarak dönem içinde Fisher Etkisinin varlığı ortaya konulmuştur. Uygulanan VAR analizi sonucunda, faiz oranlarının enflasyon oranları üzerinde doğrudan herhangi bir etkiye sahip olmadığı, buna karşılık enflasyon oranlarının faiz oranlarının oluşumunda etkili olduğu belirtilmiştir. Evrim Turgutlu'nun 2004 yılında yaptığı araştırmasında, üç aylık vadeli mevduat faiz oranları, TÜFE ve TEFEE kullanılmış, Türkiye için Fisher Hipotezi, parçalı durağanlık ve parçalı koentegrasyon analizleri ile test edilmiştir. TÜFE'nin temel alındığı kısımda 1978:04-2003:04, TEFEE'nin temel alındığı kısımda ise 1984:04-2003:04 dönemi kapsamaktadır. Uygulanan Engle-Granger testine göre, Fisher Hipotezi reddedilirken, parçalı koentegrasyon ile hipotezin varlığı yönünde bulgular elde edilmiştir. 2006 yılında Muammer şimşek ve Cem Kadılar'ın araştırmasında, 1987:01-2004:04 dönemine ait veriler ile Pesaran tarafından geliştirilen ARDL yaklaşımı kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar, Türkiye için Fisher Hipotezinin geçerli olduğunu göstermektedir. Veli Yılcı, 2009 yılında yaptığı çalışmasında, 1989:01-2008:01 dönemine ait üçer aylık enflasyon ve nominal faiz oranı serileri ile doğrusal olmayan eşbütünleşme analizinin yanı sıra, karşılaştırma yapmak için Engle-Granger testi de kullanılmıştır. Sonuçlara göre, Fisher Hipotezinin Türkiye için geçerli olmadığını göstermektedir. Ahmet İncekara, Selim Demez ve Murat Ustaoglu'nun 2012 yılında yaptıkları araştırmada, 1989:Q1-2011:Q4 dönemine ait enflasyon ve nominal faiz oranları serileriyle Johansen koentegrasyon analizi ve VAR modeli ile Türkiye için Fisher Hipotezi test edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, uzun dönemde, Fisher Etkisinin geçerli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

3.1.2 Uygulamanın Amacı

Bu çalışmanın amacı, nominal faiz oranı ile enflasyon oranı arasında bir ilişkinin olduğunu ifade eden Fisher Etkisi' nin Türkiye ekonomisi verilerinin enflasyon hedeflemesi rejimini kapsayan dönemi kullanılarak geçerliliğinin sınanmasıdır. Nominal faiz oranları ve enflasyon oranlarının bire bir aynı anda hareket ettiğini savunan Fisher Hipotezi 2003:01-2014:02 dönemine ait Türkiye verileriyle test edilmektedir. Uzun dönemde enflasyon ve faiz arasındaki ilişki incelenmekte Fisher etkisinin geçerli olması veya olmaması durumunda uygulanan politikaların ekonomiye uyumu araştırılmaktadır.

3.1.3 Veri Seti

Türkiye için Fisher Hipotezinin test edildiği bu çalışmada, 2003:01-2014:02 dönemine ait aylık, nominal faiz oranları ve enflasyon oranları verileri kullanılmıştır. Veriler Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden elde edilmiştir. Nominal faiz oranlarına karşılık on iki aya kadar vadeli, Bankalarca TL Üzerinden Açılan Mevduatlara Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları, enflasyon oranlarına karşılık ise 2003 yılı bazlı (2003=100) Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) kullanılmıştır. Modeller tahmin edilirken Eviews 7.2 programından yararlanılmıştır.

3.1.4 Araştırma Yöntemi

Bu çalışmada kullanılan yöntem zaman serisi ekonometrisidir. Bu ampirik araştırma birim kök testlerini, koentegrasyon testlerini ve yapısal kırılmaları dikkate alan koentegrasyon testini ele almaktadır.

Zaman serisi ekonometrisi kapsamında, serilerin durağanlığını test etmek için Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi uygulanmaktadır. Çalışmada öncelikle zaman serilerinin durağanlığı araştırılmakta ve seriler durağan ise iki değişken arasındaki ilişkinin varlığını ve yönünü belirleyen, eşbütünleşmenin varlığını araştırmak amacıyla Engle-Granger nedensellik testi yapılmaktadır. Son olarak serilere Ziwot-Andrews birim kök testi ve Gregory-Hansen eşbütünleşme testi

uygulanarak, yapısal kırılma durumunda değişkenler arasında eşbütünleşme olup olmadığı incelenmektedir. Serinin durağanlaşması için farkı alınmıştır.

3.1.5 Değişkenlerin Birim Kök Testi Sonuçları

Zaman serisi verisi ile çalışılırken kurulan modele ilişkin doğru tahmin yapılabilmesi için serilerin durağan olması gerekmektedir. Bu çalışmada serilerin durağan olup olmadığı Genişletilmiş Dickey-Fuller(ADF), Phillips-Perron(PP) ve Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) birim kök testleri ile araştırılmıştır. Her iki değişken için de hem sabitin hem trendin olduğu varsayımı altında birim kök testleri uygulanmıştır.

Test hipotezleri şu şekilde oluşturulmuştur:

$$H_0: \gamma = 0$$

$$H_1: \gamma < 0$$

Sıfır hipotezi serinin birim köke sahip olduğunu, yani durağan olmadığını; alternatif hipotez ise serinin durağan yani birim köke sahip olmadığını göstermektedir. Eğer sıfır hipotezi reddedilemez ise, zaman serisi birim köke sahiptir, durağan değildir. Ancak, sıfır hipotezi reddedilirse, zaman serisinde birim kök yoktur, seri durağandır.

ADF regresyon denkleminin birim kök testi için aşağıdaki denklemler tahmin edilmektedir.¹⁶⁶

$$\Delta Y_t = \gamma Y_{t-1} + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta Y_{t-i+1} + \varepsilon_t$$

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \gamma Y_{t-1} + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta Y_{t-i+1} + \varepsilon_t$$

¹⁶⁶ Walter Enders, **Applied Econometric Time Series, Third Edition**, University Of Alabama, New York, John Wiley, 1995, s.207

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \gamma Y_{t-1} + \beta_t + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta Y_{t-i+1} + \varepsilon_t$$

Genelleştirilmiş Dickey-Fuller testinde, Dickey-Fuller denkleminin bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri modele bağımsız değişken olarak dahil edilmesi oluşur. Böylelikle ADF birim kök testi sonucunda hatalardaki otokorelasyon ortadan kaldırılmış olacaktır.¹⁶⁷

Dickey-Fuller testleri, hata terimlerinin bağımsız ve sabit varyansa sahip olduklarını varsaymaktadırlar. Gerçek veri yaratma sürecinde, otoregresif (AR) ve hareketli ortalama (MA) terimleri bulunabilir ve MA mertebesi bilinmiyor olabilir. PP testi, veri yaratma sürecinin pozitif (MA) özelliğini göstermesi durumunda güçlüdür ve Dickey-Fuller'ın τ istatistiğini düzelterek kalıntılara daha az kısıtlama getirmektedir.¹⁶⁸ KPSS testinde kurulan birim kök hipotezi diğer birim kök testleri için kurulan hipotezlerden farklılık göstermektedir. Sıfır hipotezi serinin durağan olduğunu, alternatif hipotez ise seride birim kök olduğunu ifade etmektedir. KPSS testinde, sıfır hipotezi trend durağanlığı gösterdiği için elde edilecek rassal yürüyüş hipotezinin varyansı sıfır olmaktadır.¹⁶⁹

Çalışmada yapılan ADF ve PP testlerinin sonuçları MacKinnon (1996) kritik değerlerine göre değerlendirilmektedir. KPSS testi istatistiği ise Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992) tablosuna göre değerlendirilmektedir. Sonuçlara göre, ADF testi için maksimum gecikme uzunluğu için Schwarz kriterinden yararlanılmıştır ve oniki gecikme sayısı kullandığı görülmektedir. KPSS ve PP testlerinin hata terimleri ise Barlett Kernel yöntemi ile tahmin edilmiştir. Değişkenlerin ADF, PP ve KPSS birim kök testlerinin sonuçları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

¹⁶⁷ A.g.e., s.206-222

¹⁶⁸ Özlem Göktaş, *Teorik VeUygulamalı Zaman Serileri Analizi*, Beşir Kitabevi, İstanbul, 2005, s.37-41

¹⁶⁹ Mustafa Sevüktekin ve Mehmet Nargeleçekenler, *Ekonometrik Zaman Serileri Analizi Eviews Uygulamalı*, Nobel Yayın, Ankara, Mart 2010., s.362-363

Tablo 6: Değişkenlere Ait Birim Kök Testleri Sonuçları

Değişkenler		ADF Testi		Phillips-Perron Testi		KPSS Testi	
		(Düzye)	(1. Fark)	(Düzye)	(1. Fark)	(Düzye)	(1. Fark)
Faiz	Sabitli ve Trendli	-5.089	-8.921	-3.256*	-9.290	0.183	0.150
Tüfe	Sabitli ve Trendli	-2.196	-8.374	-0.722	-18,73	0.311	0.132

Not: MacKinnon Kritik değerleri %1, %5 ve %10 için sırasıyla,

τ (sabitli) istatistik değerleri: -2.60, -1.95 ve -1.61 'dir.

τ_μ (sabitli) istatistik değerleri: -3.51, -2.89 ve -2.58'dir.

* τ_τ (sabitli ve trendli) istatistik değerleri: -4.04*, -3.45* ve -3.15'tir.

KPSS testi istatistik değeri %1, %5 ve %10 için sırasıyla,

τ_μ istatistik değeri: 0.74, 0.47 ve 0.35'tir.

τ_τ istatistik değeri: 0.21, 0.15 ve 0.12'dir.

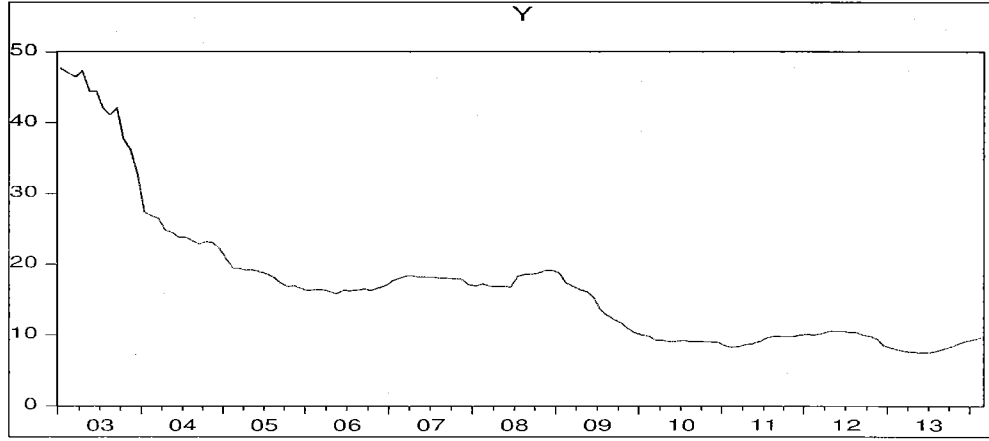
Tablo 1'de verilen birim kök testleri sonuçlarına göre, ADF birim kök testinde faiz oranı serisinin tüm anlamlılık düzeylerinde, düzeyde durağan olduğu, enflasyon serisinin ise, sabitli ve trendli modelde durağan olmadığı birim köke sahip olduğu görülmektedir. Serilere uygulanan PP testinde, %1* ve %5* anlamlılık düzeylerinde, sabitli ve trendli modelde nominal faiz oranlarının ve enflasyon oranlarının durağan olmadığı, I(1) düzeyinde olduğu görülmektedir. KPSS birim kök testine göre ise, faiz oranı serisinin, sabitli ve trendli modelde, %1 anlamlılık düzeyinde durağan olmadığı, birim köke sahip olduğu; enflasyon serisinin ise düzeyde durağan olduğu görülmektedir.

Uygulanan PP birim kök testine göre, kritik değerlerin test istatistik değerlerinden daha negatif olması nedeni ile H_0 hipotezi reddedilemez ve serinin birim kök içerdiği kabul edilmektedir. Serilerin birinci farkı alındıktan sonra hesaplanan test istatistiklerinin mutlak değerlerinin tablo değerlerinin mutlak değerlerinden büyük olduğu görülmektedir. Bu sonuçlar, nominal faiz oranları ve enflasyon oranları serilerinin birinci farkı alındıktan sonra durağanlaştığını göstermektedir. İki seri de birinci dereceden entegre I(1) zaman serisidir.

Zaman serilerinde, sonuçların etkin ve tutarlı olabilmesi için serilerin durağan olması gerekmektedir. Eğer seriler durağan değil ise, durağan hale getirebilmek için fark alınmaktadır.

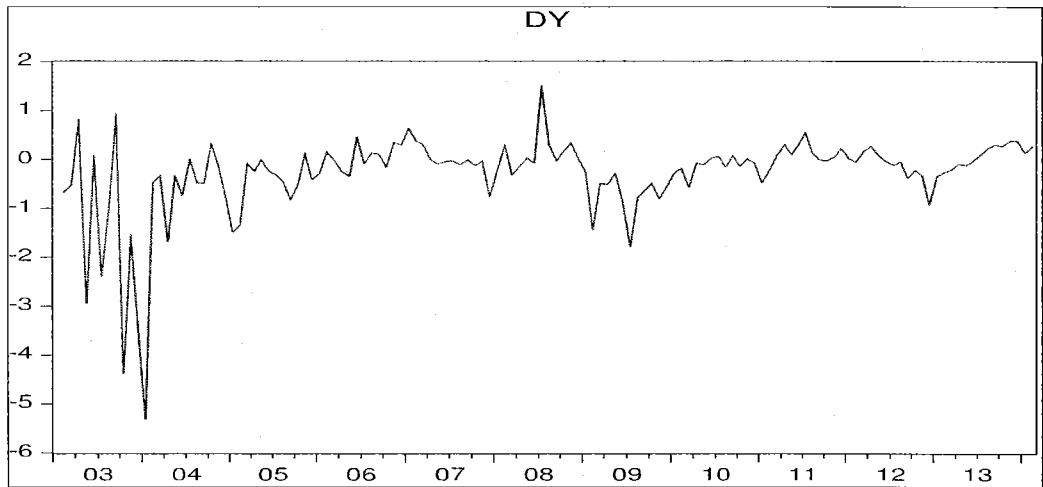
Nominal faiz oranı ve durağanlaştırıldıktan sonra nominal faiz oranı serisinin grafiği, enflasyon oranları ve durağanlık analizi yapıldıktan sonraki enflasyon oranları grafikleri aşağıdaki grafiklerde gösterilmektedir.

Grafik 9: Faiz Oranı Zaman Serisinin Grafiği



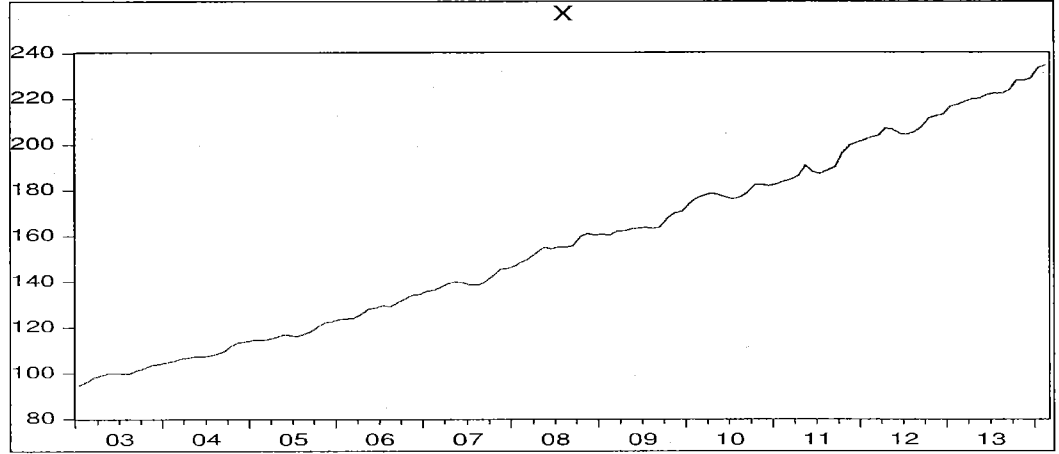
Görüldüğü gibi, nominal faiz oranı serisinin grafiği incelendiğinde uygulanan birim kök testlerini doğrular nitelikte, serinin durağan olmayan bir yapıya sahip olduğu görülmektedir. Şekilde, faiz oranı verilerinin zaman içerisinde azalan ve doğrusal olmayan bir trende sahip olduğu görülmektedir. Seri, düzey durumunda sabit bir ortalamaya sahip değildir.

Grafik 10: Faiz Oranı Zaman Serisinin 1. Farkının Grafiği



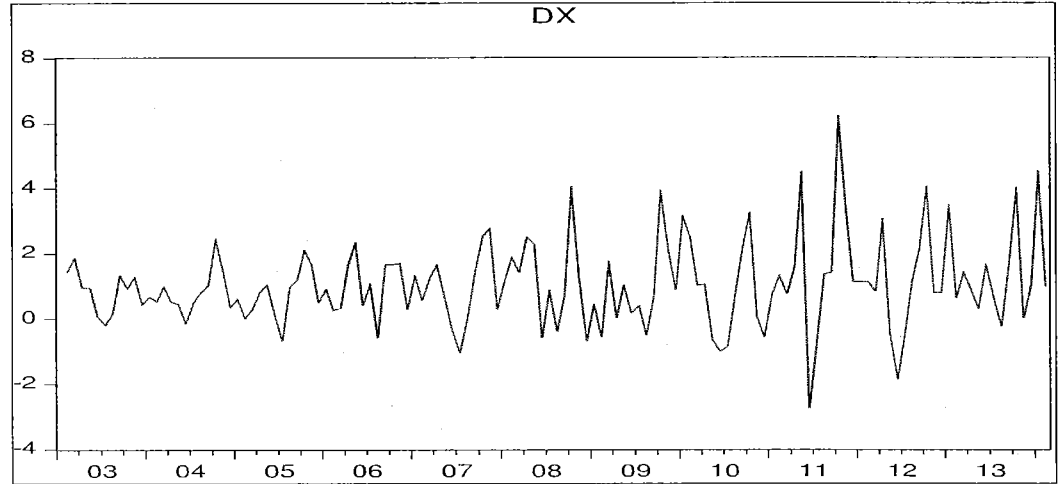
Faiz serisinin birinci farkı alındıktan sonra sabit bir ortalama etrafında dalgalandığı, durağanlaştığı Şekil-2’de görülmektedir.

Grafik 11: Enflasyon Oranı Zaman Serisinin Grafiği



Şekil-3’ten görüldüğü gibi enflasyon oranı serisi durağan bir yapıya sahip değildir.

Grafik 12: Enflasyon Oranı Zaman Serisinin 1. Farkının Grafiği



Enflasyon oranı serisinin birinci farkı alındıktan sonra belli bir ortalama etrafında dalgalandığı ve sabit bir varyansa sahip olduğu görülmektedir. Kısaca serinin durağanlaştığı görülmektedir.

Grafiklerden ve Test sonucundan anlaşılacağı gibi, sabit ve trendin olduğu durumda değişkenlerin düzeylerde durağan olmadığı, ancak birinci farkları alındığında durağan hale geldikleri görülmüştür. İki serinin de farkı alındıktan sonra uygulanan birim kök testleri serilerin artık durağanlaştığını göstermiştir. Yani, enflasyon ve faiz serileri birinci dereceden entegre I(1) serilerdir.

3.1.6 Engle – Granger Eşbütünleşme Testi

Durağan olmayan değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin olup olmadığını ortaya koyan ilk çalışma Engle-Granger'dır. İlk defa Granger (1981) tarafından ortaya atılan eşbütünleşme ve hata düzeltme kavramlarını, Engle-Granger (1987) çalışmalarında kullanmış ve bunu geliştirmişlerdir.¹⁷⁰ Engle-Granger tek denklemler yaklaşımını kullanarak iki veya daha fazla değişken arasında bir denge ilişkisi olabileceğini göstermişlerdir. İki değişken arasında uzun dönemli bir ilişkiyi test ederken, değişkenlerin birinci mertebeden I(1) durağan olması eşbütünleşme analizinin ön koşuludur.¹⁷¹

Faiz oranları ve enflasyon oranları serilerinin durağanlık analizi sonucunda her iki serinin de birinci mertebeden I(1) durağan oldukları görülmüştür. Uzun dönemde faiz ve enflasyon serilerinin eşbütünleşik çıkması durumunda Fisher Etkisinin varlığından söz edilebilir aksi durumda ise tam tersi geçerlidir.

Testte kullanılan temel model şu şekildedir:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_t + \varepsilon_t$$

Burada, Y_t ve X_t birinci mertebeden tümleşik I(1) değişkenleri göstermektedir. İki değişkenin eş bütünleşik olması hata terimi ε_t 'nin durağan olmasına bağlıdır. Başka bir deyişle hata terimi sıfırıncı mertebeden tümleşik I(0) ise değişkenlerin eşbütünleşik olduğu sonucuna varılır. Bu durum $Y_t \sim I(1)$, $X_t \sim I(1)$, ve

¹⁷⁰R.F. Engle ve C.W.J. Granger, "Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing", *Econometrica*, Vol. 55, No.2, March 1987, s.251

¹⁷¹ Engle ve Granger, a.g.e., s.250-280

$\varepsilon_t = Y_t - \beta_0 + \beta_1 X_t \sim I(0)$ olduğundan, Y_t ve X_t değişkenleri arasında sadece bir uzun dönem ilişkisi olduğu söylenmektedir.¹⁷²

İki değişkenin koentegre olduğu kabul edildikten sonra, uzun dönem denge ilişkisi hesaplanmaktadır. Daha sonra bu ilişkiye dayanan hata düzeltme modeli kurulmaktadır. Değişkenlerin koentegre olması ile regresyon modelinin kalıntıları hata düzeltme modelini hesaplamak için kullanılmaktadır.¹⁷³

Enflasyon ve faiz değişkenleri arasındaki uzun dönem ilişkisini gösteren regresyon denkleminin tahmini şöyledir:

$$FAİZ_t = 45.758 - 0.183 ENF_t$$

Tablo 7: Engle-Granger Eşbütünleşim Testi Uzun Dönem Değerleri

	Sabit Terim	ENF	R^2	DW	Prob.
FAİZ	4.575	-0.183	0.632	0.026	0.0000
t istatistiği	1.092	-7.106	-	-	0.0000

Denklem tahmin edildikten sonra, dengeden sapmayı gösteren ε_t kalıntıları elde edilmekte ve kalıntılar için durağanlık analizi yapılmaktadır. Kalıntıların durağan olması durumunda iki değişkenin de eşbütünleşik olduğu kabul edilmektedir. Durağanlığı test etmek için tahmin edilen model ve kurulan hipotez şu şekildedir:

$$\varepsilon_t = FAİZ_t - \beta_0 - \beta_1 ENF_t$$

$$\Delta \varepsilon_t = \gamma \Delta \varepsilon_{t-1} + \sum_{i=2}^p \beta_i \varepsilon_{t-1} + U_t$$

$$H_0: \gamma = 0$$

$$H_1: \gamma < 0$$

¹⁷² Sevüktekin ve Nargeleçekenler, a.g.e., s. 483-486

¹⁷³ Göktaş, a.g.e., s.118-120

Sıfır hipotezi hata terimlerinin durağan olduğunu, eşbütünleşme olmadığını; alternatif hipotez ise hata terimlerinin durağan ve eşbütünleşik olduğunu göstermektedir. Eğer sıfır hipotezi reddedilemez ise kalıntılar durağan değildir ve eşbütünleşmenin varlığı kabul edilemez. Ancak sıfır hipotezi reddedilirse, kalıntılar durağandır ve eşbütünleşmeden söz edilebilir.

Kalıntılar için kesmesiz ve trendsiz bir şekilde ADF birim kök testi uygulanmaktadır. Hata terimlerinin durağanlığını test etmek için uygulanan ADF birim kök testi sonuçları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 8: Hata Terimlerine Uygulanan ADF Testi Sonuçları

Değişken	ADF Test İstatistiği	Kritik Değerler		
		1%	5%	10%
ε_t	-3.725	-2.583	-1.943	-1.615

Kalıntılara uygulanan birim kök testi MacKinnon (1996) tarafından hesaplanan kritik değerler ile karşılaştırılmıştır. Burada hesaplanan test istatistiği %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerindeki kritik değerlerden daha düşüktür. Bu durumda sıfır hipotezi reddedilmektedir. Enflasyon ve faiz oranı serilerinin hata terimlerinin durağan olduğu ve serilerin eşbütünleşik olduğu görülmektedir. Bu iki değişken arasında uzun dönemli bir ilişkiden bahsedilebilir.

İki değişkenin koentegre olması, değişkenler arasında uzun dönemli bir denge ilişkisi olabileceğini göstermektedir. Ancak kısa dönemde bu değişkenler arasında dengesizlikler ortaya çıkabilmektedir. Bu dengesizlik hata düzeltme mekanizması yardımıyla düzeltilmekte ve bağımlı değişkenin kısa dönem değerleri ile uzun dönem değerleri arasında bağlantı kurmaktadır.¹⁷⁴ Buna ek olarak, hata düzeltme mekanizmasının çalışması için, uzun dönem denkleminde çekilen hata teriminin bir gecikmeli değerinin katsayısı -1 ile 0 aralığında olmalı ve istatistiksel olarak anlamlı olmalıdır. Enflasyon ve nominal faiz oranları değişkenleri için hata düzeltme modeli tahmin sonuçları ve kısa dönem değerleri şu şekildedir:

¹⁷⁴ A.g.e., s.149

Tablo 9: Engle-Granger Eşbütünleşme Testi Kısa Dönem Değerleri

	Sabit Terim	ΔENF	$\varepsilon(-1)$	R^2	DW
$\Delta FAİZ$	-3.53	0.061	-0.047	0.111	1.424
t istatistiği	-3.917	1.146	-3.857		

$$-1 < \varepsilon(-1) < 0$$

$$\Delta FAİZ_t = -0.353 + 0.061\Delta ENF_t - 0.047\varepsilon_{t-1}$$

Tahmin sonuçlarından görüldüğü üzere, denge hata terimi katsayısının anlamlı olduğu görülmektedir. Hata düzeltme mekanizmasının çalıştığını $\varepsilon_t(-1)$ katsayısının negatif işaretli olduğundan ve istatistiksel olarak anlamlı olmasından anlamaktayız. Bu sonuç, enflasyon ve faiz arasında uzun dönemli ilişkinin olduğunu doğrulamaktadır. Enflasyon oranlarındaki kısa dönemli değişimler faiz oranlarının üzerinde (0.061) pozitif bir etkiye sahiptir. Hata düzeltme teriminin istatistiksel olarak anlamlı olması, uzun dönem dengesinde oluşabilecek bir sapmanın yaklaşık %4'ünün her dönemde (ayda) düzeltildiği anlamına gelmektedir. Buna ek olarak, faiz serisi (1/0.047=21.5) 21.5 ay sonra dengeye gelmektedir.

Türkiye’de meydana gelen ekonomik krizlerin politika değişikliklerine neden olduğu bilinmektedir. Ekonomideki yapısal değişimler, ekonomik krizler ve şoklar ile ekonomik politikadaki değişimler gibi sebepler yapısal kırılmaya neden olmaktadır. DF, ADF ve PP gibi birim kök testleri yapısal kırılmayı dikkate almayan testlerdir ve sonuçları sapmalı çıkabilmektedir. Perron (1989), Zivot ve Andrews (1992), Perron (1997) birim kök testlerine yapısal kırılmaları da dahil ederek daha güçlü sonuçlar elde etmeyi başarmışlardır. Uygulamada ilk olarak geleneksel birim kök testleri ile yapısal kırılmayı dikkate almayan eş bütünleşme testi yapılmıştır ancak, yapısal kırılmayı dikkate almayan testlerin gerçeği ne ölçüde yansıttığı tartışılmaktadır.

2003 ile 2014 yılları arasında, Türkiye’de ekonomik krizler ve önemli politika değişiklikleri yaşanmıştır. Bu yüzden enflasyon ve faiz serilerine yapısal kırılmaları dikkate alan birim kök testi ve yapısal kırılmanın varlığını dikkate alan eş

bütünleşme testi uygulanması öngörülmüştür. Çalışmada, yapısal kırılmayı dikkate alan Zivot ve Andrews birim kök testi ile, Gregory-Hansen testine yer verilecektir.

3.1.7 Değişkenlerin Yapısal Kırılmalar Altında Birim Kök Testleri

Zaman serilerinde serilerin durağan olmamasının bir sebebi olarak yapısal kırılmalar gösterilebilir. Politik sebepler, makroekonomik politikalardaki değişimler, ekonomik krizler, ekonominin yapısındaki değişimler ve teknolojik değişiklikler yapısal kırılmaların nedenleri olarak gösterilebilmektedir.

Perron 1989'da bir zaman serisi değişkeninin belirli bir zamanda trend fonksiyonunun düzeyde ve/veya eğimde görülen kırılma dikkate alındığında, serilerin değişen bir deterministik trend fonksiyonu etrafında durağan özelliğe sahip olabileceğini göstermiştir. Deterministik trend fonksiyonunda, bir kırılmanın varlığı gerçekte birim kök yok iken, seride sanki birim kök varmış gibi, durağan olan seriler durağan değilmiş gibi görünmektedir.¹⁷⁵

Bu yapısal değişiklikleri dikkate almadan yapılan birim kök testleri sahte regresyona neden olmaktadır, test tam anlamıyla doğruyu yansıtmamaktadır ve testin gücü azalmaktadır.

Çalışmada, yapısal kırılma altında birim kök varlığının test edilmesini sağlayan Zivot-Andrews birim kök testi uygulanacaktır.

Zivot-Andrews (1992) birim kök testi zaman serilerinde, Perron'un (1989) yapısal kırılma zamanını dışsal olarak belirlemesinin aksine, kırılma noktası dışsal değil içsel olarak alınmaktadır. Zivot-Andrews birim kök testinde sıfır hipotezi, zaman serisinin yapısal kırılmasız birim köke sahip olduğu ve kayan rassal yürüyüş sürecinde olduğu, yani birinci mertebeden $I(1)$ otoregresif sürecin özel bir hali olduğu şeklinde ifade edilmektedir.¹⁷⁶

¹⁷⁵ P. Perron, "The Great Crash, The Oil Price Shock, And The Unit Root Hypothesis", *Econometrica*, Vol. 57, No.6, November, 1989, s.1361

¹⁷⁶ E. Zivot, ve D. W. Andrews, "Further Evidence On The Great Crash, The Oil-Price Shock, And The Unit-Root Hypothesis", *Journal Of Business Economic Statistics*, July 1992, Vol. 10, No.3, s.251-255

$$Y_t = \mu + Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

Sıfır hipotezi, Y_t serisinin yapısal kırılmasız birim köke sahip olduğunu, serinin durağan olmadığını; alternatif hipotez ise Y_t serisinin zamanın bilinmeyen bir noktasında bir kırılma ile trend durağan sürece sahip olduğunu varsaymaktadır. Zivot-Andrews, yapısal kırılmaları dikkate alan üç farklı model geliştirmişlerdir. Bunlardan ilki, Model A, tek zamanlı kırılmanın sadece ortalamada (sabitte) olduğunu, Model B, kırılmanın sadece eğimde (trendde) olduğunu, Model C ise kırılmanın hem ortalamada (sabitte) hem de eğimde gerçekleştiğini varsaymaktadır.¹⁷⁷

$$\text{Model A : } Y_t = \mu^A + \beta^A t + \alpha^A Y_{t-1} + \theta^A DU_t(\lambda) + \sum_{j=1}^k c_j^A \Delta Y_{t-j} + e_t$$

$$\text{Model B : } Y_t = \mu^B + \beta^B t + \alpha^B Y_{t-1} + \gamma^B DT_t(\lambda) + \sum_{j=1}^k c_j^B \Delta Y_{t-j} + e_t$$

$$\text{Model C : } Y_t = \mu^C + \beta^C t + \alpha^C Y_{t-1} + \theta^C DU_t(\lambda) + \gamma^C DT(\lambda) + \sum_{j=1}^k c_j^C \Delta Y_{t-j} + e_t$$

Faiz ve enflasyon serilerine uygulanan yapısal kırılmalı Zivot-Andrews birim kök testi sonuçları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 10: Zivot-Andrews Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Model	Kırılma Tarihi	t İstatistiği	Kritik Değerler		
				1%	5%	10%
Faiz	A	2009:06	-4.042	-5.34	-4.93	-4.58
	B	2012:06	-3.784	-4.80	-4.42	-4.11
	C	2009:06	-4.024	-5.57	-5.08	-4.82
Tüfe	A	2011:10	-3.426	-5.34	-4.93	-4.58
	B	2011:01	-3.355	-4.80	-4.42	-4.11
	C	2011:10	-3.666	-5.57	-5.08	-4.82

Her üç modelde de, hesaplanan t değerleri ile kritik değerler karşılaştırıldığında, t istatistik değerlerinin kritik değerlerden düşük olduğu görülmektedir. Bu durumda, yapısal kırılmalı birim kökün olduğunu varsayan sıfır

¹⁷⁷ A.g.e., s.253-254

hipotezi reddedilememektedir. Tablo 3'te verilen Zivot-Andrews birim kök testinin Model A sonuçlarına göre, faizde 2009 yılının ikinci çeyreğinde, altıncı ay, enflasyonda ise 2011 yılının son çeyreğinde, onuncu ay kırılma tarihleri olarak belirlenmiştir. Her iki serinin de durağan olmadığı birim köke sahip olduğu görülmektedir. Model B sonuçlarına göre, faiz, 2012 yılının haziran ayında, enflasyon ise 2011 yılının Ocak ayında kırılmaya uğramıştır. Model C'ye baktığımızda ise, faiz, 2009 yılının altıncı ayında, enflasyon ise 2011 yılının onuncu ayında kırılmaya uğradığı görülmektedir. Çıkan test sonucuna göre, kırılma yılları anlamlı bulunmuştur.

Genel olarak baktığımızda, faiz sabitte ve hem sabitte hem eğimde 2009 yılının Haziran ayında, sadece eğimde ise 2012 yılının Haziran ayında yapısal kırılmaya uğradığı görülmektedir. Enflasyon serisinde ise üç model için de kırılma yılı 2011 olarak görülmektedir.

Gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında 2008 yılının son çeyreğinde başlayan küresel kriz 2009 yılında etkilerini göstermiştir. Küresel krizle birlikte artan belirsizlik finansal kesimin küçülmesine neden olmuştur. Bu dönemde, kamu harcamalarında artış olmuş, bütçe açığı genişlemiş, kamu borcunun GSYİH' e oranı yükselmiştir. Küresel krizle birlikte üretimde yaşanan daralma istihdam üzerinde baskı yaratmış ve bu durum hanehalkının kırılabilirliğini arttırmıştır. Cari açığın finansman yapısının da krizin etkisiyle değişikliğe uğradığı gözlenmektedir. Küresel krizin olumsuz etkileri yapısal kırılmaya neden olmuştur.

Küresel kriz sonrasında, gelişmekte olan ülkelerde enflasyon artma eğilimine girmiştir. Küresel ekonomiye dair belirsizliklerdeki artışa ve risk iştahındaki bozulmaya paralel olarak yılın üçüncü çeyreğinde ülkemizden sermaye çıkışları yaşanmış, Türk lirası değer kaybetmiştir. Türkiye'de 2011 yılının son çeyreğinde enflasyonda ciddi artışlar yaşanması yapısal kırılmaya neden olmuştur.

Küresel kriz sonrasında yaşanan belirsizlik ortamı 2012 yılının ikinci yarısında da önemini koruduğu, küresel iktisadi faaliyetlerdeki toparlanmanın ise halen

istenen seviyelerde olmadığı görülmektedir. Küresel finans piyasalarının kırılgan yapısının devam ettiği görülmektedir.

3.1.8 Gregory ve Hansen (1996) Eşbütünleşme Testi

Allan W. Gregory ve Bruce E. Hansen tarafından 1996 yılında geliştirilen, eş bütünselik vektör katsayısının, zamanın bilinmeyen bir noktasında içsel olarak meydana gelen tek zamanlı bir kırılmaya izin veren bir eş bütünselme testidir. Yapısal kırılmalı eşbütünleşme testi için Gregory-Hansen üç farklı model geliştirmiştir.¹⁷⁸

Model 1 (C) : Sabitte Kırılma

$$Y_{1t} = \mu_1 + \mu_2 \vartheta_{t\tau} + \alpha^T Y_{2t} + e_t$$

Bu modelde, μ_1 kırılmadan önceki sabiti, μ_2 ise kırılma zamanındaki sabiti göstermektedir.

Model 2 (C/T) : Hem Sabit Hem Trendde Kırılma

$$Y_{1t} = \mu_1 + \mu_2 \vartheta_{t\tau} + \beta_t + \alpha^T Y_{2t} + e_t$$

Bu modelde, hem sabitte hem de trendde (eğimde) meydana gelen kırılmalar dikkate alınmaktadır.

Model 3 (C/S) : Rejimde Değişme

$$Y_{1t} = \mu_1 + \mu_2 \vartheta_{t\tau} + \alpha_1^T Y_{2t} + \alpha_2^T Y_{2t} + \alpha_1^T Y_{2t} \vartheta_{t\tau} + e_t$$

Burada, α_1 kırılmadan önceki eğim katsayısını, α_2 ise rejim değişiminden sonraki eğim katsayısını göstermektedir.

Gregory-Hansen testi, Engle-Granger eşbütünleşme testi gibi iki aşamalıdır. Değişkenler arasında koentegrasyon ilişkisinin varlığı en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilmektedir. İlk aşamada uzun dönemli denge ilişkisinin hesaplanmasının ardından, ikinci aşamada bu ilişkiye dayanan hata düzeltme modeli

¹⁷⁸ Aallan W. Gregory, Bruce E. Hansen, "Residual-based Tests For Cointegration In Models With Regime Shifts", *Journal Of Econometrics*, 70, 1996, s.99-126

oluşturulmaktadır. Hata terimlerine uygulanan birim kök testi sonucunda kalıntılar durağan ise değişkenlerin koentegre olduğundan söz edilebilir, durağan değil ise tam tersi durum geçerlidir.

Hata terimlerine uygulanan ADF test istatistiğinin minimum olduğu nokta, kırılma tarihi olarak belirlenmektedir. Sıfır hipotezi değişkenler arasında yapısal kırılma sonucunda eşbütünleşme olmadığını, alternatif hipotez ise, yapısal kırılma altında değişkenler arasında eşbütünleşme olduğunu ifade etmektedir. Elde edilen test istatistiği değerleri kritik değerlerden büyükse, sıfır hipotezi reddedilmektedir. Bu durumda değişkenler arasında yapısal kırılma altında eşbütünleşmenin varlığı kabul edilir, alternatif hipotez reddedilememektedir. Gregory ve Hansen eşbütünleşme testi sonuçları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 11: Gregory ve Hansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Model	Kırılma Tarihi	Test İstatistiği	Kritik Değerler		
			1%	5%	10%
C	2004:07	-4.678	-5.13	-4.61*	-4.34*
C/T	2004:07	-4.385	-5.45	-4.99	-4.72
C/S	2012:05	-4.245	-5.47	-4.95	-4.68

Not: Test istatistikleri, Gregory ve Hansen (1996) çalışmasında yer alan kritik tablo değerleri ile karşılaştırılmıştır.

Yapısal kırılma altında eş bütünleşme testi incelenmiş ve Tablo 4'te modele ait kırılma tarihleri ile ADF test istatistiği sonuçları gösterilmiştir. Model 1 ve model 2 için kırılma tarihi 2004 iken, model 3 için kırılma tarihi 2012 olarak belirlenmiştir. Sonuçlara göre, Model 2 ve Model 3 için hesaplanan test istatistiği kritik değerlerden mutlak değerce küçüktür. Bu durumda Gregory-Hansen eş bütünleşme testine göre, uzun dönemde enflasyon ve faiz oranları arasında Model 2 ve Model 3 değerlerine göre bir ilişki olmadığı görülmektedir. Ancak Model 1'de test istatistiği %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde kritik değerlerden mutlak değerce daha büyük bir test istatistiği değerine sahiptir. Enflasyon ve faiz oranı arasındaki ilişki bu üç modelden sadece sabitte kırılma modeli için %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde anlamlı olduğu görülmektedir. Sabitteki kırılma dikkate alındığında enflasyon ve faiz oranları arasında uzun dönemli bir ilişkiden bahsetmek mümkündür. Bu model için kırılma yılı 2004 için belirlenmiştir.

2001 yılında yaşanan ekonomik krizden sonra uygulamaya koyulan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile ekonomideki belirsizlikler azalmıştır. 2004 yılında dalgalı kur rejimi altında örtük enflasyon hedeflemesine devam edilmiştir. 2004 yılında, Irak'ta yaşanan savaş, yapılan yerel seçim, ülkenin içinde ve dışında gelişen olaylar ekonomiyi ve beklentileri etkilemiştir.

Enflasyon eğilimindeki düşüş ve döviz kurundaki istikrar 2004 yılının ilk çeyreğinde olumlu bir görünüm sağlamıştır. MB, 5 Şubat ve 17 Mart tarihlerinde faiz indirimine gitmiştir. Yılın ilk yarısına kadar ekonomide olumlu gelişmeler olmuştur. Ancak, Nisan ortasından itibaren, uluslararası likidite koşullarındaki olumsuz değişim beklentileri ve hızla artan cari açığa yönelik duyulan kaygılar nedeniyle, kurlar ve faizler belirgin bir şekilde artış göstermiştir. Mali piyasalarda ortaya çıkan belirgin oynaklıklar, başta petrol fiyatları olmak üzere, ithal girdi fiyatlarının enflasyonist baskı yaratmasıyla piyasalardaki belirsizlik algılamalarını güçlendirmiştir. Bu dönemde, sıkı para ve maliye politikalarının sürdürülmesi, yapısal reform sürecinin devam ettirilmesiyle birlikte, beklentilerdeki kötümserlik kısa süreli olmuştur.¹⁷⁹ Bu gelişmeler, 2004 yılının Temmuz ayında kırılmaya neden olmuştur.

Tablo 12'de sabitte kırılmayı dikkate alan Model 1 için enflasyon ve faizin uzun dönem değerleri verilmektedir. Çıkan sonuçlara göre nominal faiz oranı bir Milyon TL arttığında enflasyon oranı -0.11 Milyon TL azalmaktadır.

Tablo 12: Gregory-Hansen Testi Uzun Dönem Değerleri

	Sabit Terim	ENF	Kukla Değişken	R^2	DW	Prob.
FAİZ	4.888	-0.117	-1.548	0.850	0.192	0.000
t istatistiği	3.720	-1.228	-1.382	-	-	-

Hata terimlerinin durağanlığını test etmek için kesmesiz ve trendsiz ADF birim kök testi uygulanmaktadır. Hata terimlerine uygulanan ADF birim kök testi sonuçları aşağıdaki tabloda görülmektedir.

¹⁷⁹ TÜSİAD, Türkiye Ekonomisi 2004, s.7-69

Tablo 13: Hata Terimlerine Uygulanan ADF testi Sonuçları

Değişken	ADF Test İstatistiği	Kritik Değerler		
		1%	5%	10%
ε_t	-3.272	-2.582	-1.943	-1.615

Yapılan testin sonucuna göre, ADF test istatistiği değerinin %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerindeki kritik değerlerden mutlak değerce büyük olması kalıntıların birim köke sahip olmadığını, durağan olduğunu göstermektedir.

Tablo 14'te, Gregory-Hansen (1996), sadece sabitte kırılmanın olduğu Model 2 için eş bütünleşme testinin kısa dönem değerleri verilmektedir. Hata terimlerinin durağan olması enflasyon ve faiz serilerinin eş bütünleşik olduğunu desteklemektedir. Ancak hata düzeltme teriminin anlamsız olması (%44), hata terimi mekanizmasının çalışmadığını göstermektedir. Kısa dönemde enflasyon ve faiz arasında bir ilişki olduğu kabul edilememektedir.

Tablo 14: Gregory-Hansen Testi Kısa Dönem Değerleri

	Sabit Terim	ΔENF	$\varepsilon(-1)$	R^2	DW
$\Delta FAİZ$	-0.353	0.063	-0.015	0.013	1.322
t istatistiği	-3.717	1.123	-0.760	-	-
Prob.	0.0003	0.2633	0.4486		

Gregory-Hansen yapısal kırılmalı eş bütünleşme testinin sonucuna göre enflasyon ve faizin eşbütünleşik olmadığı, yapısal kırılmanın sadece sabitte, hem sabitte hem trendde ve rejim değişikliği modellerinde eş bütünleşme olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu durumda, değişkenler arasında yapısal kırılma sonucunda eş bütünleşme olmadığını varsayan sıfır hipotezi reddedilememektedir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Nominal faiz oranları ile beklenen enflasyonun reel faiz oranını etkilemeksizin birlikte hareket ettiğini ilk kez 1930 yılında Irving Fisher öne sürmüştür. Fisher etkisi, reel faiz oranları ile beklenen enflasyonun toplamının nominal faiz oranlarına eşit olduğu şeklinde açıklanmaktadır. Nominal faiz oranları, enflasyonist bir artışla bire bir artmakta, ancak reel faiz oranlarını etkilememektedir. Enflasyonun ve beklenen enflasyon oranlarının artması durumunda nominal faiz oranlarının da artması bireylerin elde para tutma eğilimini azaltmaktadır. Merkez Bankası, enflasyonu düşürmek için kısa vadeli faiz oranlarını kullanmakta ve faiz oranlarını arttırarak sıkı para politikası izlemekte, bu politika ile toplam talebin baskılanması amaçlanmakta ve enflasyonun düşürülmesi hedeflenmektedir.

TCMB'nin uyguladığı Enflasyon hedeflemesi rejimi ile para politikası faiz oranındaki değişiklikler ile fiyat istikrarı ve finansal istikrar sağlamaya çalışılmaktadır. Türkiye uzun yıllar boyu enflasyon ile mücadele etmiş bir ülkedir ve bir para politikası aracı olarak 2002-2005 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamış, 2006 yılından itibaren ise enflasyon hedeflemesi programı uygulamaktadır. Yapısal kırılma tarihlerine bakılacak olursa, enflasyon ve faiz oranlarının bu dönemlerde yüksek olduğu görülmektedir. Kriz dönemlerinde ve sonrasında uygulanan para politikalarıyla yüksek enflasyon önlenmeye çalışılmıştır.

Bu tez çalışmasında, enflasyon ve faiz arasında uzun dönemli bir ilişki olduğunu ifade eden Fisher hipotezi, enflasyon hedeflemesi dönemini kapsayan Ocak 2003-Şubat 2014 dönemlerine ait aylık veriler kullanılarak, Türkiye için geçerliliği incelenmiştir. Nominal faiz oranları için, on iki aya kadar vadeli, Bankalarca TL Üzerinden Açılan Mevduatlara Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları, enflasyon oranları için ise, 2003 yılı bazlı (2003=100) Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) kullanılmıştır.

Fisher Hipotezinin, enflasyon ve faiz oranları serilerine ADF, PP ve KPSS birim kök testleri uygulanmıştır. İki serinin de, PP birim kök testine göre birinci mertebeden durağan çıkması üzerine Engle-Granger eşbütünleşme testi yapılmıştır.

Yapılan Engle-Granger eşbütünleşme testi sonucunda Fisher Hipotezinin Türkiye açısından geçerli olduğu, dolayısıyla Engle-Granger testine göre, Türkiye’de enflasyon ve faiz oranları, uzun dönemde birbirleriyle ilişkili olduğu görülmektedir. Enflasyonda meydana gelen herhangi bir değişimin faiz oranlarını etkilediği sonucuna ulaşılmaktadır. Uygulanan eş bütünleşme testi sonucunda, enflasyon oranlarındaki kısa dönemli değişimler faiz oranlarının üzerinde (0.061) pozitif bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Uygulamada yapısal kırılmayı dikkate almayan testlerin çok doğru bir sonuç vermediği ve güvenilirliğinin tartışıldığı bilinmektedir. Enflasyon ve faiz serilerine yapısal kırılmalı birim kök testi ile yapısal kırılmanın varlığı altında eşbütünleşme testi uygulayarak daha güvenilir bir sonuç elde edilmeye çalışılmıştır. Bu yüzden, serilere Zivot-Andrews birim kök testi ile Gregory-Hansen eşbütünleşme testi uygulanmıştır. Uygulanan testlerde kırılma tarihleri anlamlı bulunmuştur. Gregory ve Hansen eşbütünleşme testi sonucunda ise Türkiye açısından Fisher Etkisinin geçerli olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Araştırmaya göre, Fisher Hipotezi ile Türkiye’de fiyat istikrarı ve finansal istikrarı sağlamak için uygulanan politikalar birbirleriyle çelişkiye düşmektedir. Çünkü, Irving Fisher bu araştırmayı Amerika için yapmıştır ve test edilen ülkede enflasyon ve faiz oranları düşük olduğundan dolayı hipotezini destekler bir sonuca ulaşmıştır. Buna ek olarak enflasyonun dolayısıyla faizin düşük olduğu ülkelerde de Fisher Hipotezinin geçerli olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Türkiye, yüksek faiz düşük kur politikasını uygulamaktadır ve bu politika Fisher Hipotezini geçersiz kılmaktadır. Yabancı sermayeyi ülkeye çekmek için faizlerin yüksek tutulması ile döviz kuru düşmekte ve TL değer kazanmaktadır. Fisher Hipotezine göre, TL’nin diğer ülkelerin para birimleri karşısında enflasyon farkı kadar değer yitirmesi gerekmektedir. Ayrıca Fisher, reel faizi sabit olarak kabul etmektedir. Türkiye’de reel faiz oranları, 2001 krizinden sonra oldukça yükselmiş, 2008 küresel kriz sonrasında ise reel faizlerde büyük oranda düşüş gözlenmiştir. Türkiye açısından reel faizi sabit kabul etmenin zor olduğu görülmektedir.

Yüksek enflasyon ve bütçe açığının olduğu ekonomilerde, sermayenin dış ülkelere gelememesi için, faiz oranının en az dış reel faiz + risk primi ve

devalüasyon beklentisini aşan bir düzeyde olması gerekmektedir. Türkiye’de uygulanan faiz politikası, yabancı sermaye akımlarını teşvik ederek kamu borçlarını finanse etmektedir. Düşük kur politikası, ihracatın ithalata bağımlılığını arttırarak, dış ticaret açığını sürekli artırmaktadır.

ABD para basan bir ülke ve parası her yerde geçen bir ülkedir. Dünyada global likiditenin artmasıyla Türkiye’de faizlerin yüksek olması, bu likiditenin ülkeye girmesini cazip kılmaktadır. Artan likidite, gelişmiş ülkelere düşük seyreden faizden dolayı, gelişmekte olan yüksek faiz getiren ülkelere doğru akmaktadır.

Türkiye’de küresel kriz sonrası risk iştahının ve sermaye akımlarının oynaklığındaki yükselişi önlemek, fiyat istikrarı ve finansal istikrarı sağlamak için TCMB yeni araçlar kullanmaya başlamıştır. TCMB, 2010 yılının sonlarından itibaren finansal istikrarı destekleyici bir amaç olarak benimsemiş, dış finansal şoklara karşı ekonominin dayanıklılığını artırmak amacıyla bir para politikası aracı olarak Rezerv Opsiyon Mekanizmasını kullanmaya başlamıştır. ROM, bankalara TL cinsinden zorunlu karşılıklarının bir bölümünü döviz ve altın cinsinden tutma imkanı tanımaktadır. Bu sistemin sermaye akımlarındaki değişimlere bağlı olarak döviz arz ve talebi arasında oluşabilecek dengesizlikleri azaltması öngörülmüştür. Mekanizmanın otomatik dengeleyici olarak işlemesi hedeflenmiştir. TCMB’nin uyguladığı bu politika ile sermaye girişlerinin döviz kuru ve yabancı paraların krediler üzerindeki olumsuz yansımalarını TL faizleri sınırlı ölçüde veya hiç etkilemeden azaltabilmesi bakımından diğer politika araçlarına göre öne çıkmaktadır. Sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde, döviz kuru düşmekte TL değerlenmektedir. Bu durumda, Rezerv Opsiyon Katsayısı artırılarak, bankalar TL zorunlu karşılıkların daha yüksek bir oranını döviz cinsinden tutarak, ülkeye giren dövizin bir kısmını piyasadan çekmiş olacaklardır. Böylece, TL üzerindeki değerlenme baskısı ortadan kalkmaktadır. ROM döviz kurundaki oynaklığın azaltılması açısından faiz koridoruna olan ihtiyacı azaltmakta, ancak tamamen ortadan kaldırmamaktadır.

Enflasyon hedeflemesi politikası altında, ülkede Fisher Hipotezinin geçerli olabilmesi için enflasyonun düşük olması, yaşanan krizler sonrasında uygulanan

ekonomik politikaların faiz ve enflasyon üzerinde etkili olması gerekmektedir. Türkiye, dış kaynak bağımlısı olmaktan çıkmalı üretim odaklı ve iç tasarrufları artıracak bir politika izlemeli, problemlere sadece kısa dönemli politikalarla değil, yapısal reformlar uygulayarak ekonomiyi uzun dönemde de dengede olmasını sağlayacak politikalarla çözüm üretmelidir.

Kaynakça

- Alparslan, Melike, Erdönmez, Pelin Ataman: **“Enflasyon Hedeflemesi”**, Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılık ve Araştırma Grubu, Aralık 2000
- Arnold, A., Roger: **Macroeconomics**, Third Edition, West Publishing Company, 1996
- Ayçetin, Kamil İstem: **“Türkiye’de 1980 Sonrası Yatırımların Yönü ve Ekonometrik Model Çalışması”**, T.C. İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, İktisat Politikası Blim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2007
- Bank Of İsrail: Inflation Targeting Revisited, August,2007, (Çevrimiçi)
<http://www.boi.org.il/deptdata/papers/paper13e.pdf>, 17 Ocak 2014
- Begg, David, Fisher, Stanley, Dornbusch, Rudriger: **Makroiktisat**, Çev.Vildan Serin, İstanbul, Alkım Yayınları, 2001
- Ben-Bassat, Avraham: **“The Inflation Target in Israel: Policy and Development,” Targeting Inflation, (A Conference of Central Banks on the Use of Inflation Targets Organized by the Bank of England)**, Ed. by Andrew G. Haldane, England, Bank of England Publications, 1995

- Bulut, Cihan: **Kamu Açıkları Enflasyon, Faiz Oranı Ve Döviz Kuru İlişkileri**, Der Yayınları, İstanbul, 2002
- Büyükdeniz, Adnan: **Türkiye’de Faiz Politikaları**, Bilim ve Sanat Vakfı Yayınları, İstanbul, 1991
- Crowder, William J.; Hoffman, Dennis L.: The Long-Run Relationship between Nominal Interest Rates and Inflation: The Fisher Equation Revisited, **Journal of Money, Credit, and Banking**, Vol. 28, No. 1 (February 1996) Copyright 1996 by The Ohio State University Press
- Çubukçu, Tuğrul: **Enflasyon Teorisi Ve Türkiye’de Enflasyon**, H.Ü. İİBF Yayınları, No:2, Ankara, 1983
- Dawson, Graham: **Inflation and Unemployment: Causes, Consequences And Cures**, England Edward Elgar Publishing Ltd., 1992
- Dem, Gabriela Mihailovici, Hui Gao: **“Inflation And Hyperinflation In The 20TH Century – Causes And Patterns”**, Columbia University, Shool Of International And Public Affairs, April, 2001
- Demirhan, Erdal: **Para Politikasının Değişmeyen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi**, Türkiye Bankalar Birliği, İstanbul, 2002

- Enders, Walter: **Applied Econometric Time Series**, Third Edition, University Of Alabama, New York, John Wiley, 1995
- Engle, R.F. ve Granger, C.W.J.: **“Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing”**, Econometrica, Vol. 55, No.2, March 1987
- Ergin, Feridun: **Para ve Faiz Teorileri**, Beta Basım/Yayım Dağıtım, İstanbul, 1983
- Ergun, Temel: **İthal Edilmiş Enflasyon ve Türkiye Örneği**, Kavram Yayınları, İzmir, 2002
- Ermişoğlu, Ergun: **“Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Türkiye’deki Başarısının Değerlendirilmesi”**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, Mayıs 2011
- Fisher, Irving: **The Purchasing Power of Money**, New York: The Macmillan Company, 1963
- Fisher, Irving: **The Theory Of Interest**, New York, The Macmillan Company, 1930

Gögebakan Önder, N. Anıl:

“Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Temel Bilanço Büyüklükleri Ve Enflasyonun Açıklanmasındaki Görelî Önemi 1990 – 2007”, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Muhasebe Genel Müdürlüğü, Ankara, Haziran 2008

Göktaş, Özlem:

Teorik Ve Uygulamalı Zaman Serileri Analizi, Beşir Kitabevi, İstanbul, 2005

Gregory, Aallan W., Hansen,
Bruce E.:

“Residual-based Tests For Cointegration In Models With Regime Shifts”, **Journal Of Econometrics**, 70, 1996

Hicks, John R.:

“Mr. Keynes and the ‘Classics’: A Suggested Interpretation”, **Econometrica**, Vol. 5, No. 2, April 1937

İmamoğlu, O. Nadir:

“Türkiye’de Faiz Politikası”, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Bölümü, İstanbul, 1991

İncekara, Ahmet, Demez, Selim,
Ustaoglu, Murat:

“Validity of Fisher Effect for Turkish Economy: Cointegration Analysis”, **Procedia - Social and Behavioral Sciences**, 8th International Strategic Management Conference, İstanbul Üniversitesi, 2012

İncekara, Ahmet, Tunalı, Halil

Yerdelen Tatoğlu, Ferda:

Para Talebi Olgusu Ve Türk Halkının Para Talebinin İncelenmesi, İktisadi Araştırmalar Vakfı, Nisan 2010, s.17

Jensen, Mark J.:

“The Long Run Fisher Effect: Can It Be Tested?”, Federal Reserve Bank Of Atlanta, Working Paper,2006-11, Ağustos,2006

Johnson, Harry G.:

Essays In Monetary Economics, George Allen Unwin, London, 1967

Kara, Hakan, Orak, Musa:

“Enflasyon Hedeflemesi”, TCMB, İstanbul, Ekim 2008

Karluk, Rıdvan:

Cumhuriyetin İlanından Günümüze Türkiye Ekonomisinde Yapısal Dönüşüm, Beta Yayınları, İstanbul, 2005

Kesriyeli, Mehtap:

“1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Araştırma Genel Müdürlüğü, yayın no:97/4, Ankara, Mart, 1997

Kesriyeli, Mehtap ve Yalçın, Cihan

“Taylor Kuralı ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Not”, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği, No: 9802, Ekim

- Keynes, John Maynard: **The General Theory Of Employment, Interest And Money**, Macmillan Pub, London, 1961
- Levin, Andrew T., Natalucci, Fabio M. and Piger, Jeremy M.: **“The Macroeconomic Effects Of Inflation Targeting”**, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, July/August 2004
- Malatyalı, N. Kamuran, **“Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”** Devlet Planlama Teşkilatı Yıllık Programlar Ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Çalışma Raporları 1998-01, , Mart, 1998
- Mishkin, Frederic S., Klaus Schmidt-Hebbel, **“One Decade Of Inflation Targeting In The World: What Do We Know And What Do We Need To Know?”**, Nber Working Paper No. 8397, National Bureau Of Economic Research, July 2001
- Mishkin, Frederic S.: **“Inflation Targeting In Emerging Market Countries”**, Nber Working Paper Series, No. 7618, March 2000, JEL No. E5

- Morande, Felipe G.: **“A Decade Of İnflation Targeting İn Chile: Developments”**, Lessons, And Challenges, Central Bank Of Chile, Working Paper No.115, November 2001
- Muhammed Akdiş: **Faiz Politikalarının Enflasyon Üzerindeki Etkileri Ve Türkiye**, Yimder Yayını, Ankara, 1995
- Muth, John : **“Rational Expectations and the Theory of Price Movements”**, *Econometrica*, July 1961, Vol 29, No 3
- Newlyn, W. T.: **Theory Of Money**, Second Edition, Oxford, Clarendon Press, 1962
- Oğuz, Şebnem: **“Türkiye’de Enflasyon Sürekliliğinin Analizi: Tarihsel Trendi ve TÜFE Alt Gruplarındaki Farklılaşması”**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara, Mayıs 2010
- Perron, P.: **“The Great Crash, The Oil Price Shock, And The Unit Root Hypothesis”**, *Econometrica*, Vol. 57, No.6, November, 1989
- Polakoff, Murray,
Durkin, Tomas A.: **Financial Institutions And Markets**, Miffin Co., Houghton, 1970

- Reserve Bank Of New Zealand: <http://www.rbnz.govt.nz/keygraphs/Fig1b.html>,
(Çevrimiçi), 20 Ocak 2014
- Samuelson, Paul: **İktisat**, Çev: Demir Demirgil, İstanbul, Menteş
Kitabevi, 1973
- Savaş, Vural Fuat: **Keynesyen İktisat Yıkılırken**, Nobel Yayın
Dağıtım, 3. Basım, Ankara, Ocak 2007
- Serdengeçti, S.: **“Enflasyon hedeflemesi rejimi ve 2006
yılında para ve Kur Politikası”** TBB’de
Yaptığı Sunum, İstanbul, 2005 (Çevrimiçi)
<http://www.tcmb.gov.tr>, 2 Mayıs 2014
- Serim, Nurhan: **“Faiz Politikası ve Türkiye Uygulaması,
İstanbul Üniversitesi”**, Sosyal Bilimler
Enstitüsü, İktisat Fakültesi, Yüksek Lisans Tezi,
İstanbul, 1987
- Sevüktekin, Mustafa ve
Nargeleçekenler, Mehmet: **Ekonometrik Zaman Serileri Analizi Eviews
Uygulamalı**, Nobel Yayın, Ankara, Mart 2010
- Sherwin, Murray: **“Strategic Choices in Inflation Targeting:
The New Zealand Experience”**, (Çevrimiçi)
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/targets/strach3.pdf>, 12 Ocak 2014
- Smith, Adam: **An Inquiry Into The Nature And Causes Of
The Wealth Of Nations**, C.J. Bullock (Ed), The
Harvard Classics, Vol.10, New York: P.F
Collier & Son Company 1909

- Smith, Adam: **Ulusların Zenginliği**, Çev. Ayşe Yunus-Mehmet Bakırcı, Alan Yayınları, İstanbul, 1984
- Soloman, John: **Economics**, Second Edition, Harvester New York, Wheatsheat Prenttice Hall, 1994
- Sudin Haron and Norafifah Ahmad: “The Effects Of Conventional Interest Rates And Rate Of Profit On Funds Deposited With Islamic Banking System In Malaysia”, **International Journal of Islamic Financial Services**, Vol. 1, No.4, 2000
- Taylor, John B. “Discretion Versus Policy Rules In Practice”, Stanford University, Carnegie Rochester Conference Series On Public Policy 39 (1993) 195-214, North Holland
- Tobin, James: “Liquidity Preference as Behavior Towards Risk”, The Review of Economics Studies, No:67, Şubat, 1958
- Tunalı, Halil: “1980 Sonrası Türkiye’de Faiz Politikaları”, Yüksek Lisans Tezi, T.C. İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı İktisat Politikası Bilim Dalı, İstanbul,2002

Wicksell, Knut:

“Interest And Prices Geldzins und Guterpreise A Study Of The Causes Regulating The Value Of Money”, Translated by R.F. Kahn, Newyork: Reprints of economic classics, 1962

Yerli, Bilgesu Güneş:

“Ekonomik Beklentilerin Enflasyon Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği”, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Sayısal Yöntemler Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2008

Zivot, E. ve Andrews, D. W.:

“Further Evidence On The Great Crash, The Oil-Price Shock, And The Unit-Root Hypothesis”, Journal Of Business Economic Statistics, July 1992, Vol. 10, No.3

T.C. Kalkınma Bakanlığı:

<http://www.kalkinma.gov.tr/Pages/KalkinmaPlanlari.aspx> (Çevrimiçi), 24 Şubat 2014

TCMB:

Yıllık Rapor-1997, Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler Ve Para Politikası, www.tcmb.gov.tr, (Çevrimiçi), 20 Şubat 2014

TCMB:

Enflasyon Raporu, 2009-IV, (Çevrimiçi), <http://www.tcmb.gov.tr>, 8 Aralık 2013

- TCMB: **Enflasyon Raporu**, 2010-IV, (Çevrimiçi),
<http://www.tcmb.gov.tr>, 10 Aralık 2013
- TCMB: **Enflasyon Raporu**, 2011-IV, (Çevrimiçi),
<http://www.tcmb.gov.tr>, 10 Aralık 2013
- TCMB: **Enflasyon Raporu**, 2013-IV, (Çevrimiçi),
<http://www.tcmb.gov.tr>, 2 Şubat 2014
- TCMB: **Enflasyon Raporu**, 2013-I, (Çevrimiçi),
<http://www.tcmb.gov.tr>, 5 Nisan 2014
- TCMB: **Enflasyon Raporu**, 2014-I, (Çevrimiçi),
<http://www.tcmb.gov.tr>, 17 Mayıs 2014
- TCMB: **Enflasyon Hedeflemesi**, (Çevrimiçi),
<http://www.tcmb.gov.tr>, 7 Aralık 2013
- TCMB: **Enflasyon**, Kitapçık, (Çevrimiçi),
<http://www.tcmb.gov.tr>, 25 Kasım 2013
- TCMB: **Yıllık Rapor**, 1999, (Çevrimiçi),
<http://www.tcmb.gov.tr>, 20 Şubat 2014
- TCMB: **Yıllık Rapor**, 2002, (Çevrimiçi),
<http://www.tcmb.gov.tr>, 27 Şubat 2014
- TCMB: **Yıllık Rapor**, 2003, (Çevrimiçi),
<http://www.tcmb.gov.tr>, 1 Mart 2014

- TCMB: **Enflasyon,** 2004, (Çevrimiçi),
<http://www.tcmb.gov.tr>, 1 Mart 2014
- TCMB: **Yıllık Rapor,** 2004, (Çevrimiçi),
<http://www.tcmb.gov.tr>, 1 Mart 2014
- TCMB: **Yıllık Rapor,** 2005, (Çevrimiçi),
<http://www.tcmb.gov.tr>, 1 Mart 2014
- TCMB: **Yıllık Rapor,** 2006, (Çevrimiçi),
<http://www.tcmb.gov.tr>, 2 Mart 2014
- TCMB: **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi,** 2006,
(Çevrimiçi), <http://www.tcmb.gov.tr>, 2 Mart
2014
- TCMB: **Yıllık Rapor,** 2007, (Çevrimiçi),
<http://www.tcmb.gov.tr>, 2 Mart 2014
- TCMB: **Yıllık Rapor,** 2008, (Çevrimiçi),
<http://www.tcmb.gov.tr>, 8 Mart 2014
- TCMB: **Yıllık Rapor,** 2009, (Çevrimiçi),
<http://www.tcmb.gov.tr>, 8 Mart 2014
- TCMB: **Yıllık Rapor,** 2010, (Çevrimiçi),
<http://www.tcmb.gov.tr>, 8 Mart 2014
- TCMB: **Yıllık Rapor,** 2011, (Çevrimiçi),
<http://www.tcmb.gov.tr>, 13 Mart 2014

- TCMB: **Enflasyon Raporu**, 2012, (Çevrimiçi),
<http://www.tcmb.gov.tr>, 5 Nisan 2014
- TCMB: **Yıllık Rapor**, 2012, (Çevrimiçi),
<http://www.tcmb.gov.tr>, 5 Nisan 2014
- TCMB: **Yıllık Rapor**, 2012, (Çevrimiçi),
<http://www.tcmb.gov.tr>, 5 Nisan 2014
- TCMB: **Bülten**, mart, 2012, (Çevrimiçi),
<http://www.tcmb.gov.tr>, 7 Mayıs 2014
- TCMB: **Yıllık Rapor**, 2013, (Çevrimiçi),
<http://www.tcmb.gov.tr>, 5 Nisan 2014
- TÜSİAD: **Türkiye Ekonomisi**, 2004