

T.C.  
İstanbul Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü  
İktisat Anabilim Dalı

Doktora Tezi

**MERKEZ BANKASI POLİTİKALARININ FİYAT  
İSTİKRARI VE DİĞER İKTİSADİ OLGULAR  
AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ VE  
TÜRKİYE’DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ  
ÖRNEĞİ**

Bülent DOĞRU  
2502060133

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Dündar Murat Demiröz

İstanbul 2012

DOKTORA

TEZ ONAYI

ÖĞRENCİNİN

Adı ve Soyadı : BÜLENT DOĞRU

Numarası : 2502060133

Anabilim/Bilim Dalı : İKTİSAT

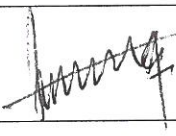
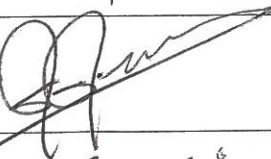
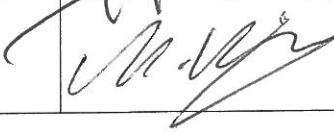
Tez Savunma Tarihi : 31/01/2012

Danışman : DOÇ.DR.DÜNDAR MURAT DEMİRÖZ

Tez Savunma Saati : 10:00

Tez Başlığı : "MERKEZ BANKASI POLİTİKALARININ FİYAT İSTİKRARI VE DİĞER İKTİSADİ OLGULAR AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ VE TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLERMESİ ÖRNEĞİ"

TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 35. Maddesi uyarınca yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin KABULÜ'NE OYBİRLİĞİ / ~~OYÇOKLUĞUYLA~~ karar verilmiştir.

| JÜRİ ÜYESİ                     | İMZA                                                                                 | KANAATİ<br>(KABUL / RED / DÜZELTME) |
|--------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|
| 1-PROF.DR.KAYA ARDIÇ           |   | Kabul                               |
| 2- PROF.DR.TARGAN ÜNAL         |  | KABUL                               |
| 3-DOÇ.DR.UFUK BAKKAL           |  | Kabul                               |
| 4- DOÇ.DR.DÜNDAR MURAT DEMİRÖZ |  | KABUL                               |
| 5- DOÇ.DR.MURAT BİRDAL         |  | KABUL                               |

# **MERKEZ BANKASI POLİTİKALARININ FİYAT İSTİKRARI VE DİĞER İKTİSADİ OLGULAR AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ VE TÜRKİYE’DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ ÖRNEĞİ BÜLENT DOĞRU**

## **ÖZ**

1970’lerde Bretton Woods sisteminin çözülmeye başlaması ve petrol krizlerinin yaşanması sonrasında başlayan enflasyonist süreç, fiyat istikrarını merkez bankalarının temel amacı haline getirmiştir. Merkez bankaları da Milton Friedman’ın önderliğini yaptığı parasalcı akımın etkisiyle duruma göre politika değil, kurala göre para politikası uygulamaya başlamışlardır. Bu yüzden son zamanlarda modern merkez bankacılığının para politikasını fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda kullanması gerektiği konusunda büyük bir uzlaş ortamı oluşmuştur. Yürütülen istikrar programlarında hedefe ulaşmak için yaygın şekilde bir ara hedef (nominal çapa) belirlenir ve bu ara hedef kısa vadeli faizlerle ya da diğer merkez bankası para politikası araçları ile başarılmaya çalışılır. Ara hedeflerde belirli bir makro ekonomik değişkene kısıt koyulduğu için (para arzı, döviz kuru yâda enflasyon kısıtları) enflasyonist bekleyişleri zapt etmek ve böylece fiyat istikrarını sağlamak kolaylaşmaktadır. Türkiye cumhuriyet Merkez Bankası da (TCMB) 1990’da ilk parasal hedefleme programını kamuoyu ile paylaşmış ve kurala göre para politikası izlemeye başlamıştır. Körfez Savaşı, iç ve dış ekonomik krizler sebebiyle banka söz verdiği kurala göre politika izleme taahhüdünü sık sık askıya almış olsa da geçen 20 yıllık süreçte fiyat istikrarı için TCMB dört farklı ara rejim tipini kullanmıştır: 1)Parasal hedefleme, 2)döviz kuru çapası, 3)örtük enflasyon hedeflemesi ve 4)açık enflasyon hedeflemesi rejimi. Bu çalışmada önce merkez bankacılığı ve yürütülen para politikaları ve araçları analiz edilmekte, ardından ara rejimler ve Türkiye’de tarihsel süreçte uygulanan para politikaları ve yakın dönem krizleri incelenmektedir. Çalışma 1990-2011 döneminde TCMB’nin uyguladığı ara rejimlerde elde ettiği performans sonuçlarını etkileyen faktörlerin ve etki düzeylerinin ortaya çıkarılması ile sonuçlanmaktadır. Ekonometrik sonuçlara göre TCMB dönem boyunca kurala göre değil, kural benzeri (rule-like) bir politika izlemiştir.

**EVALUATION OF CENTRAL BANK POLICIES IN TERMS OF  
PRICE STABILITY AND OTHER ECONOMIC INDICATORS  
AND CASE OF INFLATION TARGETING IN TURKEY  
BÜLENT DOĞRU**

**ABSTRACT**

After the oil crises and collapse of Bretton Woods system, the inflationary process made price stability the main objective of central banks at 1970s. Central banks have begun to implement monetary policy by rule not by discretion with the effect of monetarist thought, mainly associated with the work of Milton Friedman. Therefore, in recent years a growing consensus has emerged for price stability as the overriding, longrun goal of monetary policy of central banking. Commonly an intermediate targeting (nominal anchor) is determined, and this determined targeting is carried out by central banks with the short-term interest rates and other monetary policy instruments to achieve the goal under the stabilization programs implemented. By this way, it is more easier to break the inflationary expectations, because a constraint is put on a determined macroeconomic variable (money supply, inflation or exchange rate constraints). Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT) announced its first monetary targeting program to public in 1990, and has begun to implement monetary policy by rules. Although CBRT had to suspend its commitment to play monetary policy by rule because of Gulf War, domestic and international economic crises, CBRT has applied four different monetary policy intermediate regimes in past 20 years for price stability goal: 1) Monetary targeting, 2) exchange-rate targeting, 3) implicit inflation targeting, and 4) explicit inflation targeting regime. In this study, in the historical process, firstly central banking and the monetary policies applied and its tools are analyzed, and then intermediate targeting regimes, monetary policies, intermediate regimes and recent crises occurred in Turkey are examined. The study then concludes with an econometric part figuring out the factors affecting the performance criterion of CBRT and their effect level during 1990-2011 period. According to econometric results of our study CBRT has implemented a rule-like monetary policy, instead rule, during the period.

## ÖNSÖZ

Türkiye Cumhuriyet Merkez bankası 1990 yılından sonra kurala göre para politikası uygulamaya başladığını kamuoyuna duyurmuş ve bu doğrultuda ilk parasal programlamayı da yapmıştır. Merkez bankası geçen süre içerisinde fiyat istikrarı temel amacı ve finansal istikrar ikincil amacı doğrultusunda parasal hedefleme, sabit döviz kuru çapası, örtük enflasyonla beraber parasal hedefleme ve açık enflasyon hedeflemesi ara rejimlerini uygulamıştır. Merkez bankasının taahüt ettiği parasal büyüklüklerdeki ve enflasyondaki sapmayı etkileyen faktörlere bakıldığında, merkez bankasının tam kurala göre bir para politikası izlemediği, kural benzeri (rule-like) bir para politikası izlediği ortaya çıkmıştır.

Ülkemizde ekonomik göstergelere dair derlenen istatistikî verilerin düzensizliği, hesaplama tekniklerindeki sürekli değişimler, kurumların kendi arasında istatistiki veri birliği sağlayamamış olması gibi nedenler ekonometrik çalışma kısmında hem çok zaman harcanmasına hem de sıkıntıların yaşanmasına neden olmuştur.

Tezin yazılış aşamasında beni yönlendiren, olumlu eleştirileri ile bana yol gösteren, kritik noktalarda yaptığı müdahalelerle önümü açan danışman hocam Doç. Dr. Dünder Murat Demiröz'e, doktora derslerimde bana akademisyen olma iştiağı aşılayan Prof. Dr. Kaya Ardıç başta olmak üzere İstanbul Üniversitesi İktisat Bölümü'nün tüm hocalarına sonsuz teşekkürlerimi ve saygılarımı iletir, manevi desteklerini hep yanımda hissettiğim aileme ve vaktini çaldığım biricik eşim Hacer Gümüş Doğru'ya şükranlarımı sunarım.

## İÇİNDEKİLER

|                           |      |
|---------------------------|------|
| ÖZ.....                   | iii  |
| ABSTRACT.....             | iv   |
| ÖNSÖZ.....                | v    |
| İÇİNDEKİLER .....         | vi   |
| TABLO LİSTESİ .....       | xii  |
| ŞEKİLLER LİSTESİ .....    | xvi  |
| GRAFİK LİSTESİ .....      | xvii |
| KISALTMALAR LİSTESİ ..... | xx   |
| GİRİŞ .....               | 1    |

## BİRİNCİ BÖLÜM MERKEZ BANKACILIĞI VE TÜRKİYE CUMHURİYETİ MERKEZ BANKASININ GELİŞİMİ

|                                                                           |           |
|---------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1.1.DÜNYADA MERKEZ BANKACILIĞI VE TARİHİ.....</b>                      | <b>7</b>  |
| <b>1.2.MERKEZ BANKALARININ GÖREV VE YETKİLERİ .....</b>                   | <b>13</b> |
| 1.2.1. Merkez Bankasının Temel Amaçları .....                             | 15        |
| 1.2.1.1. Fiyat İstikrarı .....                                            | 16        |
| 1.2.1.1.1. Merkez Bankası Kayıp Fonksiyonu .....                          | 22        |
| 1.2.1.1.2. TCMB Kayıp Fonksiyonu.....                                     | 25        |
| 1.2.1.2.Finansal istikrar .....                                           | 27        |
| 1.2.2. Fiyat İstikrarı İle Finansal İstikrar Arasındaki İlişki .....      | 34        |
| <b>1.3.TÜRKİYE’DE MERKEZ BANKACILIĞI.....</b>                             | <b>38</b> |
| 1.3.1. Osmanlı Dönemi.....                                                | 40        |
| 1.3.2. Cumhuriyet Dönemi .....                                            | 43        |
| 1.3.2.1. Yabancı Uzmanların Merkez Bankası Kurulmasına Dair Raporları ... | 43        |
| 1.3.2.2. Merkez Bankası Kanun Taslağı.....                                | 44        |
| 1.3.3.TCMB’nin Örgüt Yapısı .....                                         | 48        |
| 1.3.4. TCMB’nin Görev ve Yetkileri.....                                   | 49        |
| 1.3.4.1. TCMB’nin Temel Görevleri.....                                    | 49        |
| 1.3.4.2. TCMB’nin Temel Yetkileri.....                                    | 50        |

|                                                                                           |           |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1.4.MERKEZ BANKASININ FONKSİYONLARI .....</b>                                          | <b>52</b> |
| 1.4.1.Para Piyasalarında İstikrar Sağlama .....                                           | 52        |
| 1.4.2.Likiditenin Son Kaynağı Olarak Görev Yapma (Lender of Last Resort) .....            | 52        |
| 1.4.3.Devletin Bankacılığını Yapma .....                                                  | 53        |
| 1.4.4.Bankaların Bankası İşlevini Yerine Getirmesi .....                                  | 53        |
| <b>1.5.MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASI ARAÇLARI .....</b>                                  | <b>53</b> |
| 1.5.1.Doğrudan Para Politikası Araçları .....                                             | 54        |
| 1.5.2. Dolaylı (Genel) Para Politikası Araçları .....                                     | 55        |
| 1.5.2.1.Açık Piyasa İşlemleri.....                                                        | 55        |
| 1.5.2.2.Reeskont Politikası .....                                                         | 58        |
| 1.5.2.3.Mevduat Munzam Karşılık Oranları (Zorunlu Karşılıklar Politikası) ...             | 63        |
| 1.5.2.3.1.Karşılıkların Mevduat Dolanım Hızına göre Ayarlanması<br>Teorisi .....          | 68        |
| 1.5.2.3.2.Friedman'ın %100 Karşılık Oranı Önerisi .....                                   | 68        |
| 1.5.2.3.3.Türkiyede Mevduat Munzam Karşılık Oranlarının Belirlenmesi<br>ve Etkinliği..... | 70        |
| 1.5.2.4.Swap İşlemleri .....                                                              | 73        |
| 1.5.3. TCMB Analitik Bilanço ve Yorumlanması .....                                        | 75        |
| <b>1.6.MERKEZ BANKALARININ BAĞIMSIZLIĞI .....</b>                                         | <b>78</b> |
| 1.6.1. Merkez Bankalarının Bağımsızlığı .....                                             | 78        |
| 1.6.1.1.Siyasi ve Ekonomik Bağımsızlık.....                                               | 85        |
| 1.6.1.2.Yasal Bağımsızlık.....                                                            | 87        |
| 1.6.1.3.Araç Bağımsızlığı .....                                                           | 87        |
| 1.6.1.4.Amaç Bağımsızlığı .....                                                           | 88        |
| 1.6.2.Merkez Bankası Bağımsızlığını Ölçme .....                                           | 89        |
| 1.6.3.Türkiye’de Merkez Bankası Bağımsızlığı .....                                        | 92        |
| 1.6.4.TCMB Bağımsızlığının Büyüme, Enflasyon ve Bütçe Açığına Etkisi .....                | 95        |
| 1.6.4.1.TCMB Bağımsızlığının Büyümeye Etkisi.....                                         | 95        |
| 1.6.4.2.Merkez Bankası Bağımsızlığının Enflasyona Etkisi .....                            | 103       |
| 1.6.4.3.TCM Bağımsızlığı ve Bütçe Açığı .....                                             | 105       |

## İKİNCİ BÖLÜM

### PARA POLİTİKASI ARA REJİM HEDEFLEMELERİ VE İSTİKRAR POLİTİKALARI

|                                                                                                 |            |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>2.1.ENFLASYONUN YAPISAL ANALİZİ.....</b>                                                     | <b>110</b> |
| 2.1.1.Enflasyonun Belirleyicileri ve Kendi Kendini Doğuran Enflasyon (İnertia Özelliği) .....   | 110        |
| 2.1.2.Türkiye’deki Enflasyonun Yapısal Analizi .....                                            | 116        |
| 2.1.3.Türkiye’deki Enflasyon için Model Önerisi .....                                           | 121        |
| <b>2.2.ENFLASYON VE PARASAL İLİŞKİ.....</b>                                                     | <b>126</b> |
| 2.2.1.Toplam Arz, toplam Talep ve Enflasyon.....                                                | 129        |
| 2.2.2.Enflasyon ve Parasal Genişleme İlişkisi: 2000 Öncesi Türkiye Örneği .....                 | 131        |
| <b>2.3.ANTİ-ENFLASYONİST İSTİKRAR POLİTİKALARI.....</b>                                         | <b>132</b> |
| 2.3.1.İstikrar Programları ve Amaçları .....                                                    | 132        |
| 2.3.1.1.Ortodoks Politikalar .....                                                              | 138        |
| 2.3.1.2.Heterodoks Politikalar .....                                                            | 140        |
| 2.3.1.3.IMF Tipi İstikrar Programı .....                                                        | 144        |
| 2.3.2.Türkiye Ekonomisinde İstikrar Programları .....                                           | 145        |
| <b>2.4.PARA POLİTİKASI ARA REJİM HEDEFLEMELERİ (PARA POLİTİKASI REJİMLERİ).....</b>             | <b>146</b> |
| 2.4.1.Parasal Kontrole Dayalı İstikrar Programı.....                                            | 150        |
| 2.4.1.1.Türkiye’de Parasal Programlama .....                                                    | 160        |
| 2.4.2.Döviz Kuru Hedeflemesi .....                                                              | 169        |
| 2.4.2.1.Para (Döviz) Kriz Modelleri.....                                                        | 175        |
| 2.4.2.1.1.Birinci Kuşak Kriz Modelleri.....                                                     | 176        |
| 2.4.2.1.2.İkinci Kuşak Kriz Modelleri .....                                                     | 177        |
| 2.4.2.1.3.Üçüncü Kuşak Kriz Modelleri .....                                                     | 178        |
| 2.4.2.2.Döviz Kuru Çapası Ülke Uygulamaları.....                                                | 179        |
| 2.4.2.2.1.Şili 1978 Tablita İstikrar Programı.....                                              | 182        |
| 2.4.2.2.2.Arjantin’in Tablita İstikrar Programı .....                                           | 184        |
| 2.4.2.2.3.Türkiye’nin Döviz Kuru Sistemine Dayalı İstikrar Denemesi: Ocak 2000-Şubat 2001 ..... | 190        |
| 2.4.3.Nominal GSYİH Hedeflemesi .....                                                           | 191        |
| 2.4.4.Ara Hedef Olarak Nominal Faiz Oranları.....                                               | 195        |



|                                                                                                                          |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 2.4.5.Enflasyon Hedeflemesi Rejimi (Inflation Targeting Regime).....                                                     | 196 |
| 2.4.5.1.Nokta Hedefi Yâda Bant Hedefi.....                                                                               | 206 |
| 2.4.5.2. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminde Enflasyon Yerine “Enflasyon Tahmininin” Hedeflenmesi .....                      | 209 |
| 2.4.5.3. Zaman Tutarsızlığı .....                                                                                        | 210 |
| 2.4.5.4.Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Önkoşulları.....                                                                 | 212 |
| 2.4.5.4.1.Fiyat İstikrarı Amacına Sıkı Bağlılık .....                                                                    | 213 |
| 2.4.5.4.2.Bağımsız, Hesap Verebilir ve Güvenilir bir Merkez Bankası                                                      | 213 |
| 2.4.5.4.3.Sağlam ve Gelişmiş Finansal Piyasalar.....                                                                     | 217 |
| 2.4.5.4.4.Yüksek Finansal Derinlik ve Düşük Mali Baskınlık.....                                                          | 222 |
| 2.4.5.4.5.Sağlam Makroekonomik Yapı ve Teknik Altyapı .....                                                              | 229 |
| 2.4.5.5.Hedef Değişkenin Seçilmesi.....                                                                                  | 231 |
| 2.4.5.6.Merkez Bankası Hedef Ufku .....                                                                                  | 234 |
| 2.4.6.Türkiye’nin Enflasyon Hedeflemesi Rejimine Geçiş Süreci .....                                                      | 237 |
| 2.4.6.1.Örtük (Implicit) Enflasyon Hedeflemesi Rejimi .....                                                              | 239 |
| 2.4.6.2.Açık (Explicit) Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ve Genel Çerçevesi..                                                | 242 |
| 2.4.7.Enflasyon Hedeflemesinde Dış Şok ve Dolarizasyon .....                                                             | 246 |
| 2.4.8.Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ve Döviz Kuru Düzeni .....                                                            | 247 |
| 2.4.9.Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ve Büyüme.....                                                                        | 249 |
| 2.4.10.Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Diğer İstikrar Politikaları ile Karşılaştırılması: Avantaj ve Dezavantajları..... | 250 |
| 2.4.10.1.Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Avantajları.....                                                                | 251 |
| 2.4.10.2.Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Dezavantajları .....                                                            | 255 |
| 2.4.11.Enflasyon Hedeflemesi Rejiminde Kurala Göre Yâda Duruma Göre Politika Uygulaması (Rules versus Discretion).....   | 257 |
| 2.4.12.Enflasyon Hedeflemesi Rejiminde Para Politikası Modelinin Oluşturulması                                           | 259 |
| 2.4.13.Enflasyon Hedeflemesi ve Taylor Kuralı .....                                                                      | 264 |
| 2.4.14.Ülkelerin Enflasyon Hedeflemesi Deneyimleri ve Bazı Ampirik Sonuçlar ...                                          | 267 |
| 2.4.14.1.Enflasyon Hedeflemesi Ülke Deneyimleri: Yeni Zelanda Deneyimi                                                   | 277 |
| 2.4.14.2.İngiltere Deneyimi.....                                                                                         | 282 |
| 2.4.14.3.Kanada Deneyimi .....                                                                                           | 283 |
| 2.4.14.4.İsrail Deneyimi .....                                                                                           | 284 |
| 2.4.14.5.Brezilya Deneyimi.....                                                                                          | 286 |

**ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**  
**TARİHSEL SÜREÇTE TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ**  
**BANKASI PARA POLİTİKALARI VE YAKIN DÖNEM**  
**KRİZLERİ**

|                                                                                                       |            |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>3.1.PARA POLİTİKASI ÖNERİLERİ.....</b>                                                             | <b>290</b> |
| <b>3.2.TÜRKİYE’DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI .....</b>                                               | <b>295</b> |
| 3.2.1.Cumhuriyet Dönemi Para Politikaları.....                                                        | 297        |
| 3.2.2.1946-1980 Dönemi Para Politikaları .....                                                        | 303        |
| 3.2.3.1980-1989 Dönemi Merkez Bankası Politikaları .....                                              | 307        |
| 3.2.3.1.1980-1984 Dönemi Para Politikaları .....                                                      | 308        |
| 3.2.3.2.1985-1989 Dönemi Para Politikaları .....                                                      | 309        |
| 3.2.4.1990-2001 Dönemi Para Politikası Gelişmeleri ve Reformları .....                                | 314        |
| 3.2.5.2002-2010 Dönemi Para Politikaları .....                                                        | 322        |
| 3.2.5.1.Enflasyonu Düşürme Programı (1 Ocak 2000-21 Şubat 2001) .....                                 | 330        |
| 3.2.5.2.Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı.....                                                           | 332        |
| <b>3.3.TÜRKİYE’NİN KRİZ DENEYİMLERİ.....</b>                                                          | <b>335</b> |
| 3.3.1.Türkiye’nin 1980 Öncesinde Yaşadığı Krizler .....                                               | 339        |
| 3.3.2.1990 Sonrası Türkiye’de Yaşanan Krizler.....                                                    | 342        |
| 3.3.2.1.Türkiye 1994 Krizi .....                                                                      | 347        |
| 3.3.2.2.Türkiye 2001 Krizi .....                                                                      | 359        |
| 3.3.2.3.İki Krizin Ortak Yönü .....                                                                   | 371        |
| 3.3.2.4.1994 ve 2001 Krizleri ile ilgili Merkez Bankası Analitik Bilançosunun<br>Söyledikleri .....   | 375        |
| 3.3.2.5.2008 Küresel Mali Kriz .....                                                                  | 379        |
| 3.3.2.5.1.Küresel Mali Krizin Türkiye’ye Etkileri .....                                               | 388        |
| 3.3.2.5.2.Küresel Kriz Sonrası Merkez Bankacılığı ve Alternatif Para<br>Politikası Yaklaşımları ..... | 393        |
| 3.3.2.5.3.TCMB Alternatif Para Politikası Yaklaşımı(Macro-Prudential<br>Policy) .....                 | 397        |

**DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**  
**ARA REJİM HEDEFLEMESİNE GÖRE TCMB**  
**PERFORMANSINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER :1990-2011**

|                                                                                |            |
|--------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>4.1. AMAÇ .....</b>                                                         | <b>405</b> |
| <b>4.2. AMPİRİK ÇALIŞMALARDAN ÖRNEKLER.....</b>                                | <b>409</b> |
| <b>4.3. MODEL .....</b>                                                        | <b>412</b> |
| <b>4.4. VERİLER .....</b>                                                      | <b>416</b> |
| 4.4.1. Öngörü Performans Değişkeninin (PD) Elde Edilmesi (Bağımlı Değişken)... | 416        |
| 4.4.2. Modelin Bağımsız Değişkenleri .....                                     | 420        |
| <b>4.5. AMPİRİK UYGULAMA .....</b>                                             | <b>424</b> |
| 4.5.1. Betimleyici İstatistikler.....                                          | 424        |
| 4.5.1. En Küçük Kareler Yaklaşımı ile Katsayı Tahmini .....                    | 430        |
| 4.5.2. Probit Modeli Uygulama ve Bulgular.....                                 | 449        |
| 4.5.2.1. Lineer Olasılıklı Modeller ve Probit Modeli .....                     | 449        |
| 4.5.2.2. Probit Yaklaşımı ile Katsayı Tahmini .....                            | 453        |
| <b>SONUÇ .....</b>                                                             | <b>459</b> |
| <b>KAYNAKÇA .....</b>                                                          | <b>466</b> |
| <b>ÖZGEÇMİŞ.....</b>                                                           | <b>491</b> |

## TABLO LİSTESİ

|                                                                                                                              | Sayfa No. |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Tablo 1.1.</b> Merkez Bankası Amaç ve İşlevi.....                                                                         | 9         |
| <b>Tablo 1.2.</b> 1990 Yılından Önce Kurulan Merkez Bankası Enstitüleri.....                                                 | 10        |
| <b>Tablo 1.3.</b> Merkez Bankalarının Konvertibilite Durdurmaları.....                                                       | 12        |
| <b>Tablo 1.4.</b> Tarihsel Süreçte Dünyadaki Merkez Bankası Sayıları.....                                                    | 12        |
| <b>Tablo 1.5.</b> Merkez Bankalarının Mülkiyet Durumuna Göre Sınıflandırılması.....                                          | 13        |
| <b>Tablo 1.5a.</b> TCMB'nin Dönemlere Göre Temel Amaçları.....                                                               | 40        |
| <b>Tablo 1.5b.</b> Hazine ve Mevduat Faiz Oranları.....                                                                      | 63        |
| <b>Tablo 1.5c.</b> Finansal İstikrar ve Fiyat İstikrarı İçin Para Politikası<br>Öncelikleri.....                             | 35        |
| <b>Tablo 1.6.</b> Zorunlu Karşılık Oranları (1980-2011).....                                                                 | 71        |
| <b>Tablo 1.7.</b> TCMB Analitik Bilanço (İş Günü, Milyar TL).....                                                            | 75        |
| <b>Tablo 1.8.</b> Merkez Bankası Yasal Bağımsızlık Endeksi ve Yıllık Enflasyon Oranları<br>Arasındaki İlişki.....            | 84        |
| <b>Tablo 1.9.</b> TCMB Yasal Bağımsızlığı (1970–1991) .....                                                                  | 94        |
| <b>Tablo 1.10.</b> Dönemlere Göre Enflasyon Büyüme İlişkisi (%).....                                                         | 97        |
| <b>Tablo 1.11.</b> Regresyon Sonuç Tablosu.....                                                                              | 100       |
| <b>Tablo 1.12.</b> Merkez Bankası Bağımsızlığı ve Bütçe Açığı Arasındaki İlişkiye<br>Üzerine Yapılan Ampirik Çalışmalar..... | 107       |
| <b>Tablo 1.13.</b> Katsayı Tahminlerinin Sonuçları.....                                                                      | 109       |
| <b>Tablo 2.1.</b> Enflasyonun Dönemsel Analizi.....                                                                          | 120       |
| <b>Tablo 2.2.</b> Enflasyon Serisi İçin Uygun Modelin Belirlenmesi.....                                                      | 123       |
| <b>Tablo 2.3.</b> Seçilmiş İstikrar Programları (1964-2004) .....                                                            | 142       |
| <b>Tablo 2.4.</b> Seçilmiş Ülke İstikrar Programlarının Başarı Durumu.....                                                   | 143       |
| <b>Tablo 2.5.</b> 1990-2002 Dönemi Krizleri ve Bulaşıcı Etkisi .....                                                         | 144       |
| <b>Tablo 2.6.</b> Döviz Kuru ve Parasal Tabana Dayalı Programlarda Mali Denge.....                                           | 154       |
| <b>Tablo 2.7.</b> Para Stokuna Dayalı İstikrar Programları.....                                                              | 159       |
| <b>Tablo 2.8.</b> 1986-1989 Dönemi Hedef ve Gerçekleşmeler.....                                                              | 161       |
| <b>Tablo 2.9.</b> Parasal Programlar.....                                                                                    | 167       |
| <b>Tablo 2.10.</b> Döviz Kuru Krizleri ve Göstergeleri.....                                                                  | 176       |
| <b>Tablo 2.11.</b> Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Programları .....                                                            | 180       |

|                                                                                                                                                       |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>Tablo 2.12.</b> Şili: Makroekonomik Değişkenler, 1977-1985.....                                                                                    | 183 |
| <b>Tablo 2.13.</b> Arjantin: Kişi Başı Gelir ve Yıllık Enflasyon Oranlarındaki Değişim.....                                                           | 186 |
| <b>Tablo 2.14.</b> Arjantin: Makroekonomik Değişkenler, 1979-1987.....                                                                                | 187 |
| <b>Tablo 2.15.</b> Orta Vadeli Program.....                                                                                                           | 193 |
| <b>Tablo 2.16.</b> Enflasyon Hedefinin İlan Edilmesi.....                                                                                             | 201 |
| <b>Tablo 2.17.</b> Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Enflasyon Hedefleri.....                                                                         | 206 |
| <b>Tablo 2.18.</b> Enflasyon Hedeflemesi parametreleri .....                                                                                          | 208 |
| <b>Tablo 2.19.</b> Bankacılık Sektörü Sağlamlık Göstergeleri .....                                                                                    | 218 |
| <b>Tablo 2.20.</b> Bankacılık ve Ödemeler Bilançosu(parasal) Krizlerinin Görülme Sıklığı.....                                                         | 221 |
| <b>Tablo 2.21.</b> 1980-1995 Döneminde Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Göstergelerdeki Değişkenlik ve Bankacılık Toplamları.....  | 222 |
| <b>Tablo 2.22.</b> Ülkelerin Enflasyon Hedeflemesine Geçtikleri Yıllık Mali Dengeleri (% GSYH).....                                                   | 226 |
| <b>Tablo 2.23.</b> Ülke Gruplarına Göre Mali Baskınlık Oranları (1995) .....                                                                          | 227 |
| <b>Tablo 2.24.</b> Enflasyon Hedeflemesi Rejiminde Kullanılan Fiyat endeksleri.....                                                                   | 233 |
| <b>Tablo 2.25.</b> 2009 Yılında Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası Belirsizlik Aralığı ve Enflasyon Gerçekleşmeleri.....                               | 236 |
| <b>Tablo 2.26.</b> Tüfe Değişim Oranları ve Enflasyon Hedefleri.....                                                                                  | 245 |
| <b>Tablo 2.27.</b> Hedeflenen Enflasyon ve Gerçekleşen Enflasyon.....                                                                                 | 247 |
| <b>Tablo 2.28.</b> TCMB Döviz ve Altın Rezervleri (2002-2011) .....                                                                                   | 249 |
| <b>Tablo 2.29.</b> Enflasyon Hedeflemesi, Parasal Hedefleme ve Döviz Kuru Çapası Rejimlerinin karşılaştırılması .....                                 | 252 |
| <b>Tablo 2.30.</b> Seçilmiş Ülkelerin Parasal Büyüme ve Enflasyon Oranları .....                                                                      | 269 |
| <b>Tablo 2.31.</b> Enflasyon Hedeflemesi Politikasını Uygulayan Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler ve Uygulama Sistematiği (2001 yılına kadar) ..... | 271 |
| <b>Tablo 2.32.</b> Ekonomik Göstergeler - Yeni Zelanda.....                                                                                           | 281 |
| <b>Tablo 2.33.</b> İngiltere Makroekonomik Ekonomik Göstergeler.....                                                                                  | 283 |
| <b>Tablo 2.34.</b> Kanada: Reel Makro Değişkenlerin Volatilitesi, 1981-2000.....                                                                      | 284 |
| <b>Tablo 2.34a.</b> Brezilya: Enflasyon Hedeflemesi Öncesi ve Sonrası Özet Veriler.....                                                               | 287 |
| <b>Tablo 2.34b.</b> En Çok Kullanılan Ara Rejimlere Ait Özet Tablo.....                                                                               | 288 |

|                                                                                                                                    |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>Tablo 3.1.</b> Türkiye'nin 1889-1948 Dönemi Başlıca Kalkınma Göstergeleri.....                                                  | 298 |
| <b>Tablo 3.2.</b> Cumhuriyet Döneminde Milli Gelir, Reel Büyüme ve Kişi Başı<br>GSMH.....                                          | 301 |
| <b>Tablo 3.3.</b> 1923-1939 Dönemi Parasal Göstergeler (Milyon TL) .....                                                           | 302 |
| <b>Tablo 3.4.</b> Türkiye'nin Başlıca Kalkınma Göstergeleri (1950-1976) .....                                                      | 305 |
| <b>Tablo 3.5.</b> Merkez Bankasının Mali Sistem İçindeki<br>Büyüklüğü(GSMH'ya Oran) .....                                          | 313 |
| <b>Tablo 3.6.</b> 1990-1997 Dönemi Reel GSYH.....                                                                                  | 320 |
| <b>Tablo 3.7.</b> 1998-2002 Dönemi Ekonomik Göstergeler.....                                                                       | 321 |
| <b>Tablo 3.8.</b> 2004 Yılı Performans Kriterleri ve Gerçekleşmeler .....                                                          | 325 |
| <b>Tablo 3.9.</b> Çeşitli Parasal Göstergeler: 2005-2011 Dönemi .....                                                              | 326 |
| <b>Tablo 3.10.</b> Türkiye'de Bankacılık Sektöründe Gelişmeler (%).....                                                            | 327 |
| <b>Tablo 3.11.</b> 2006-2010 Döneminde Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası, Belirsizlik<br>Aralığı ve Enflasyon Gerçekleşmeler ..... | 329 |
| <b>Tablo 3.12.</b> 2000-2002 Dönemine İlişkin Temel Makro Ekonomik Hedefler.....                                                   | 332 |
| <b>Tablo 3.12a.</b> Uygulanan İstikrar Rejimlerinin Karşılaştırılması: Türkiye Örneği .....                                        | 334 |
| <b>Tablo 3.13.</b> Özet Kriz Tablosu ve Tanımları .....                                                                            | 336 |
| <b>Tablo 3.14.</b> Türkiye'deki Para Stoğu/GSYH Değişimi (%)....                                                                   | 338 |
| <b>Tablo 3.15.</b> 1978-79 Krizine Giden Yolda Ekonomik Göstergeler.....                                                           | 341 |
| <b>Tablo 3.16.</b> Türkiye'nin Yaşadığı Krizler Öncesinde Sermaye Akımları<br>(Milyar Dolar) .....                                 | 346 |
| <b>Tablo 3.17.</b> Sermaye Girişleri ve Finansal Krizler (%).....                                                                  | 347 |
| <b>Tablo 3.18.</b> Türkiye'nin 1980-1994 Arası Çeşitli Makroekonomik Göstergeleri...                                               | 349 |
| <b>Tablo 3.19.</b> 1985-1995 Arası Borç Stoku ve Borçlanma Gereği.....                                                             | 350 |
| <b>Tablo 3.20.</b> Türk Bankacılık Sektöründe Toplam Açık Pozisyon (1988-1993) ....                                                | 355 |
| <b>Tablo 3.21.</b> IMF Performans Kriterleri Ve Gerçekleşmeler (Trilyon USD) .....                                                 | 357 |
| <b>Tablo 3.22.</b> Temel Makroekonomik Göstergeler.....                                                                            | 359 |
| <b>Tablo 3.23.</b> Kamu Bankalarında Biriken Görev Zararları.....                                                                  | 360 |
| <b>Tablo 3.24.</b> Kriz Öncesinde ve Kriz Döneminde Sermaye Hareketleri (Milyar \$).                                               | 363 |
| <b>Tablo 3.25.</b> Mevduatın Dağılımı ve Dolarizasyon.....                                                                         | 367 |
| <b>Tablo 3.26.</b> 2001 Krizi Öncesi ve Sonrası Dış Borç Stoku/GSMH(%).....                                                        | 369 |
| <b>Tablo 3.27.</b> Türkiye Bankacılık Sektörünün 2001 Krizi Öncesi Açık Pozisyonları                                               | 370 |

|                                                                                                                       |     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>Tablo 3.28.</b> 1994 ve 2001 Türkiye Krizlerinin Öncesinde ve Sonrasında Temel Makroekonomik Göstergeler .....     | 372 |
| <b>Tablo 3.29.</b> Merkez Bankası Toplam Döviz Yükümlülükleri (Bilanço'ya oranı,% ).....                              | 377 |
| <b>Tablo 3.30.</b> Merkez Bankası Analitik Bilanço Kalemleri (yıllık % değişim): 1989-2010.....                       | 378 |
| <b>Tablo 3.31.</b> Kriz Karşısında Ülkelerin Aldıkları Önlemler.....                                                  | 385 |
| <b>Tablo 3.32.</b> Krize Giden Süreçlerde Başlıca Göstergeler.....                                                    | 404 |
| <b>Tablo 3.33.</b> Seçilmiş Yıllar İçin Kamu Dış Borç Kompozisyonu.....                                               | 403 |
| <b>Tablo 4.1.</b> Merkez Bankasının Uyguladığı Ara Rejimler (Para Politikası Rejimleri).....                          | 409 |
| <b>Tablo 4.2.</b> Sapmaların numaralandırılması.....                                                                  | 419 |
| <b>Tablo 4.3.</b> Dört Ara Rejim Dönemine Ait PD Değerlerinin İstatistikî Sonuçları...425                             |     |
| <b>Tablo 4.4.</b> Tüm Değişkenlere Ait İstatistikî Veriler.....                                                       | 427 |
| <b>Tablo 4.5.</b> Değişkenlere Ait Korelasyon Matrisi.....                                                            | 429 |
| <b>Tablo 4.6.</b> Durağan Olmayan Serilere Ait Birim Kök Sınaması Sonuçları.....                                      | 430 |
| <b>Tablo 4.7.</b> En küçük Kareler (EKK) Katsayı Tahmin Sonuçları ve Özet İstatistikler.....                          | 432 |
| <b>Tablo 4.8.</b> İşaret Tablosu: Ara Rejim Dönemine Göre Değişkenlerin Hedeften Sapmayı Etkileme Yönü.....           | 445 |
| <b>Tablo 4.9.</b> Bağımsız Değişkenlerin Performans Değişkenine Etki Derecesine Göre Büyükten Küçüğe Sıralanması..... | 447 |
| <b>Tablo 4.10.</b> Probit Modeli Tahmin Sonuçları .....                                                               | 454 |
| <b>Tablo 4.11.</b> Probit Tahmini Sonrası Marjinal Etkiler.....                                                       | 456 |

## ŞEKİL LİSTESİ

|                                                                                                        | Sayfa No. |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| Şekil 1.1. İki Hedef İki Araç.....                                                                     | 37        |
| Şekil 1.2. Türkiye Merkez Bankası Organizasyon Şeması.....                                             | 48        |
| Şekil 1.3.Reeskont Oranının Rezervlere Etkisi .....                                                    | 60        |
| Şekil 1.4.Zorunlu Karşılık Oranlarında Politika Değişimi.....                                          | 73        |
| Şekil 2.1. Enflasyon Ataleti: Dinamik Sistem.....                                                      | 115       |
| Şekil 2.2.Parasal Genişlemenin Etkileri.....                                                           | 128       |
| Şekil 2.3. Üçlü Açmaz (Impossible Trinity) .....                                                       | 152       |
| Şekil 2.4. Para Politikasının Zaman Tutarsızlığı.....                                                  | 212       |
| Şekil 2.5. Genişleyen Bant Hedefi: 2001 Haziran-2002 Aralık.....                                       | 191       |
| Şekil 2.6. Enflasyon Aktarım Mekanizması.....                                                          | 220       |
| Şekil 3.1. Merkez Bankası Farksızlık Eğrileri ve Philips Eğrisi.....                                   | 291       |
| Şekil 3.2. ABD'deki Finansal Krizin Dünya ve Türkiye Ekonomileri Üzerindeki Etkileri (2006-2010) ..... | 384       |
| Şekil 3.3. Finansal İstikrarın Makro Gösterimi .....                                                   | 393       |
| Şekil 4.1.Knight- Khan Modeli Mantıksal Çerçevesi.....                                                 | 414       |
| Şekil 4.2. Lojistik Fonksiyonu.....                                                                    | 451       |



## GRAFİK LİSTESİ

|                                                                                                                                       | Sayfa No. |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Grafik 1.1.</b> Fiyat İstikrarı Endeksi.....                                                                                       | 24        |
| <b>Grafik 1.1a.</b> Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Altında Merkez Bankası Kayıp Fonksiyonu.....                                         | 26        |
| <b>Grafik 1.1b.</b> Çıktı Açığı ve Enflasyon Hedeflemesinde Hedef Değerden Sapma.....                                                 | 27        |
| <b>Grafik 1.2.</b> Faiz Dışı Politika Araçlarının Kullanıldığı ve Kullanılmadığı Durumlar .....                                       | 31        |
| <b>Grafik 1.3:</b> DİBS, Mevduat ve Politika Faizleri.....                                                                            | 32        |
| <b>Grafik 1.4.</b> Döviz Kuru ve Borsa Değişkenliğinden elde Edilen ENDEKS.....                                                       | 33        |
| <b>Grafik 1.5.</b> DİBS Reel Faiz Oranları ve Enflasyon (2003-2010).....                                                              | 36        |
| <b>Grafik 1.6.</b> Reeskont faiz oranları ve İşlemlerinde Uygulanan Faiz Oranları.....                                                | 62        |
| <b>Grafik 1.7.</b> Gelişmiş Ülkelerde Merkez Bankası Bağımsızlığı ve Ortalama Enflasyon İlişkisi.....                                 | 83        |
| <b>Grafik 1.8.</b> Gelişmiş, Gelişmekte olan ve Az Gelişmiş Ülkelerde Merkez Bankası Bağımsızlığı ve Ortalama Enflasyon İlişkisi..... | 85        |
| <b>Grafik 1.9.</b> Türkiye için Büyüme ve Enflasyon İlişkisi: 1923-2010.....                                                          | 97        |
| <b>Grafik 1.10.</b> Türkiye’de Çıktı Açığı: 1960-2010 Dönemi.....                                                                     | 99        |
| <b>Grafik 2.1.</b> Türkiye’de Yıllık Ortalama Enflasyon: 1970-2010 (Tüketici fiyat endeksinde yıllık yüzde değişim) .....             | 117       |
| <b>Grafik 2.2.</b> Ortalama Tüfe Enflasyonu ve Standart Sapması(Volatilite) .....                                                     | 120       |
| <b>Grafik 2.3.</b> TCMB'nin Hazineye açtığı kredilerin GSYH’ya oranı ve Yıllık ortalama enflasyon arasındaki ilişki.....              | 132       |
| <b>Grafik 2.4.</b> Türkiye’de Finansal Derinlik Oranları.....                                                                         | 223       |
| <b>Grafik 2.5.</b> Devlet İç Borçlanma Senetlerinin Toplam Mali Varlıklara Oranı.....                                                 | 224       |
| <b>Grafik 2.6.</b> Türkiye’de Mali Baskınlık Oranları.....                                                                            | 228       |
| <b>Grafik 2.7.</b> Ülkelerin Enflasyon Hedeflemesine Geçiş Tarihlerindeki Enflasyon Oranları.....                                     | 230       |
| <b>Grafik 2.8.</b> Döviz Kurundaki Oynaklık (USD Doları, yüzde değişim) .....                                                         | 231       |
| <b>Grafik 2.9.</b> Başlangıç Koşullarında Kamu Borç Stoğu (Mali Baskınlık) .....                                                      | 241       |
| <b>Grafik 2.10.</b> Güvenirlilik Farkı (2002-2005) .....                                                                              | 243       |
| <b>Grafik 2.11.</b> EMBI-Türkiye.....                                                                                                 | 244       |

|                                                                                                                             |     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>Grafik 2.12.</b> Büyüme ve Enflasyon Oranı.....                                                                          | 250 |
| <b>Grafik 2.13.</b> İsrail'e ait (a)Döviz Kuru, (b)Enflasyon Oranları ve (c)Bütçe açıkları<br>Göstergeleri: 1986-2001 ..... | 286 |
| <b>Grafik 3.1.</b> 1970-1980 Dönemi Mevduat Faiz ve Enflasyon Oranları.....                                                 | 307 |
| <b>Grafik 3.2.</b> Merkez Bankasının Kamuya ve Bankacılık Sektörüne Açtığı Krediler.....                                    | 312 |
| <b>Grafik 3.3.</b> Kamu Net Borç Stokunun GSMH' ya Oranı.....                                                               | 333 |
| <b>Grafik 3.4.</b> Yıllara Göre Türkiye'deki Para Stoğu/GSYH (%).....                                                       | 339 |
| <b>Grafik 3.5.</b> Faiz Ödemeleri /GSMH(%).....                                                                             | 351 |
| <b>Grafik 3.6.</b> 1994 Krizi Öncesi Parasal Genişleme ve Büyüme İlişkisi.....                                              | 352 |
| <b>Grafik 3.7.</b> 1989-1998 Dönemi Cari İşlemler ve TCMB Rezervleri Dengesi.....                                           | 353 |
| <b>Grafik 3.8.</b> 1980-1996 Dönemi Türkiye'nin Dış Ticaret açığı.....                                                      | 353 |
| <b>Grafik 3.9.</b> 1980-1996 Dönemi Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Değişimi<br>(%).....                               | 354 |
| <b>Grafik 3.10.</b> Döviz Yükümlülüklerinin Toplam Yükümlülükler İçindeki Payı (%355                                        |     |
| <b>Grafik 3.11.</b> Merkez Bankasının Döviz Rezervleri( on milyon Dolar) .....                                              | 358 |
| <b>Grafik 3.12.</b> Cari işlemler Dengesi (Milyon USD) .....                                                                | 363 |
| <b>Grafik 3.13.</b> Döviz Kuru ve Merkez Bankası Rezervleri (10 bin TL) .....                                               | 365 |
| <b>Grafik 3.14.</b> Gecelik Faiz Oranları (1998-2001) .....                                                                 | 366 |
| <b>Grafik 3.15.</b> İç Borç Stoku /GSMH (%).....                                                                            | 368 |
| <b>Grafik 3.16.</b> TCMB'nin Hazineye Verdiği Kısa Vadeli Avans(1986-2001) .....                                            | 376 |
| <b>Grafik 3.17.</b> Ocak 2007-Şubat 2010 Arası Dönemde Amerika'da Faiz Oranları...381                                       |     |
| <b>Grafik 3.18.</b> Krizle Mücadele İçin Ülkelerin Yaptıkları Mali Yardımlar<br>(Mayıs 2010 itibari ile) .....              | 387 |
| <b>Grafik 3.19.</b> Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Sanayi Üretim Endeksleri...388                                    |     |
| <b>Grafik 3.20.</b> Avrupa Birliği'nin İthalat ve İhracat Kompozisyonu (Mayıs 2010)...389                                   |     |
| <b>Grafik 3.21.</b> İhracat ve İthalat (milyon USD): Türkiye (2007-2010) .....                                              | 389 |
| <b>Grafik 3.22.</b> Cari Açığın Finansman Kaynakları.....                                                                   | 390 |
| <b>Grafik 3.23.</b> Türkiye'de Küresel Krizin Reel GSYH Cinsinden Bedeli.....                                               | 391 |
| <b>Grafik 3.24.</b> Küresel Krizde Büyüme ve İşsizlik Oranları: Türkiye (2008-2011)...392                                   |     |
| <b>Grafik 3.25.</b> Türkiye'de Kredi Genişlemesi .....                                                                      | 399 |
| <b>Grafik 3.26.</b> Kredi Büyümesi ve Dış Ticaret Dengesi .....                                                             | 400 |
| <b>Grafik 3.27.</b> Politika Faizi ve Faiz koridoru.....                                                                    | 401 |

|                                                                                     |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>Grafik 4.1.</b> PD1, PD2 ve PD3 Bağımlı Değişkenlerine Ait Grafikler.....        | 419 |
| <b>Grafik 4.2.</b> Ara Rejim Hedeflerini Başarma Durumu.....                        | 420 |
| <b>Grafik 4.3.</b> Tahmin Edilen EF grafiği (merkez bankası başarı fonksiyonu)..... | 457 |

## KISALTMALAR

- AB:** Avrupa Birliği  
**ABD:** Amerika Birleşik Devletleri  
**ADF:** Genişletilmiş Dickey Fuller  
**API:** Açık Piyasa İşlemleri  
**AR:** Otoregresif  
**ARMA:** Otoregresif Hareketli Ortalama  
**AT:** Avrupa Topluluğu  
**BCBS:** Basel Bankacılık Denetim Komitesi  
**BDDK:** Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu  
**BÜT:** Bütçe Açığı  
**CA:** Cari işlemler Dengesi  
**CBI:** Merkez Bankası Bağımsızlığı  
**DİBS:** Devlet İç Borçlanma Senetleri  
**DP:** Dolanımdaki Para  
**DPP:** Doğrudan kullanılan Para Politikası  
**DPT:** Devlet Planlama Teşkilatı  
**DTH:** Döviz Tevdiat Hesapları  
**DYS:** Doğrudan Yabancı Sermaye  
**DYY:** Doğrudan Yabancı Yatırımlar  
**ECB:** Avrupa Merkez Bankası  
**EERM:** Avrupa Döviz Kuru Mekanizması  
**EMBI:** Gelişmekte Olan Ülkeler Tahvil Endeksi  
**EMS:** Avrupa Para Sistemi  
**ERBS:** Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Politikası  
**EKK:** En Küçük Kareler  
**EHR:** Enflasyon Hedeflemesi Rejimi  
**EVDS:** Elektronik Veri Dağıtım Sistemi  
**FED:** Amerika Merkez Bankası  
**FSF:** Finansal İstikrar fonu

**GÜ:** Gelişmiş Ülkeler  
**GOÜ:** Gelişmekte Olan Ülkeler  
**GSYİH:** Gayri Safi Yurtiçi Hasıla  
**GSMH:** Gayri Safi Milli Hasıla  
**IGAP:** Enflasyon Açığı  
**GGAP:** Çıktı açığı  
**IMF:** Uluslararası Para Fonu  
**İMKB:** İstanbul Menkul Kıymetler borsası  
**KA:** Kamu Bütçe Açığı  
**KİT:** Kamu İktisadi Teşebbüslerine  
**KKBG:** Kamu Kesimi Borçlanma Gereksinimi  
**KP:** Kaydi Para  
**MA:** Hareketli Ortalama  
**MB:** Merkez Bankası  
**MBYB:** Merkez Bankası Yasal Bağımsızlığı  
**NAFTA:** Kuzey Amerika Serbest Ticaret Antlaşması  
**NİV:** Net İç Varlıklar  
**NUR:** Net Uluslar arası Rezervler  
**NBER:** Milli Ekonomik Araştırma Bürosu  
**OECD:** Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Organizasyonu  
**OPEN:** Ticari Açıklık  
**PA:** Para Arzı  
**PD:** Performans Değişkeni  
**PÇ:** Para ÇArpanı  
**PP:** Para Politikası  
**PPK:** Para Politikası Kurulu  
**SDR:** Özel Çekme Hakları  
**SPK:** Sermaye Piyasası Kurulu  
**SWF:** Sosyal Refah Fonksiyonu  
**TBMM:** Türkiye Büyük Millet Meclisi  
**TCMB:** Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası  
**TL:** Türk Lirası

**TMSF:** Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu

**TÜFE:** Tüketici Fiyat Endeksi

**TEFE:** Toptan Eşya Fiyat Endeksi

**USA:** Amerika Birleşik Devletleri

**USD:** Amerikan Doları

## GİRİŞ

Doktora tez çalışmamda Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın 1990-2011 yılları arasında fiyat istikrarı temel amacı için kullandığı ara hedefler (rejimler) ve bu hedeflere ulaşmasına ya da hedeften sapmasına etki eden makroekonomik değişkenler tespit edilmeye çalışılmaktadır. Buna göre merkez bankasının dönem boyunca izlediği politikanın kurala göre mi, yoksa duruma göre mi olduğuna karar verilmiştir. Çalışmadan elde edilen ekonometrik sonuçlara göre TCMB dönem boyunca kurala göre değil, kural benzeri (rule-like) bir politika izlemiştir.

Dünyada merkez bankacılığının ortaya çıkışı 17.yüzyılın sonlarına dayanmaktadır. Ancak para politikalarına yön vermeleri ve bu politikaları fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda kullanmaya başlamaları gelişen politika araçları sayesinde ancak 20.yüzyılın ikinci yarısında mümkün olabilmektedir. Merkez bankacılığı özellikle Bretton Woods Sistemi'nin 1973'de çözülmesi üzerine yeni bir döneme girmiş ve gelişmiş yada gelişmekte olan ülke merkez bankaları bu tarihten sonra özellikle artan enflasyonist süreçte fiyat istikrarını sağlamak için döviz kuru çapası ve parasal taban kontrolleri başta olmak üzere faiz oranları, enflasyon hedeflemesi ve nominal hasıla gibi çeşitli ara rejimleri Milton Friedman'ın parasal bakış açısı doğrultusunda kurala göre uygulamaya çalışmışlardır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) ise ancak 1990 yılında bu para politikası rejimlerini uygulamaya geçirebilmiştir. Zaten TCMB ancak 1980'lerde yapılan iç ve dış liberalizasyon çalışmaları sonucunda geniş bir para politikası araç kümesine sahip olabilmektedir.

1990'ların başında modern merkez bankacılığının para politikasını nasıl yönetmesi gerektiği üzerine çok sayıda yeni teoriler ve düşünceler ortaya atılmış olmasına rağmen 1970'lerden başlayarak merkez bankalarının operasyonel fonksiyonları değişime uğramıştır. Hepsinin tek temel amacı vardı: Fiyat istikrarı. Bu bağlamda, kuralına göre bir para politikası uygulamak isteyen merkez bankası, belirlediği temel amaç doğrultusunda bir nominal çapa (ara hedef) belirleyerek bu hedefi tutturmak için para politikası araçlarını kullanmaya başlamaktadır.

Diğer dünya merkez bankaları gibi Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası da 1990 yılından sonra para politikasını kurala göre uygulamaya başladığını kamuoyuna duyurmuş ve bu doğrultuda ilk parasal programlamayı da yapmıştır. Merkez bankası geçen süre içerisinde fiyat istikrarı temel amacı ve finansal istikrar ikincil amacı doğrultusunda 1990'dan itibaren önce parasal taban hedeflemesi, sonra döviz çapası, daha sonra parasal hedeflemeyle birlikte örtük enflasyon hedeflemesini uygulamış, en nihayetinde 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiştir. TCMB 2006'dan itibaren, fiyat istikrarı temel hedefi için ayrı bir ara hedef rejimi kullanmak yerine, dünyada birçok ülkenin 1980'lerin ikinci yarısından itibaren başarılı bir şekilde uyguladığı ve gelecek dönem enflasyon tahminini hedef alan bir istikrar politikası izlemiştir. TCMB kısa vadeli faiz oranları kullanarak beklentileri kontrol etmeye ve yönlendirmeye dayanan bu politikayı gerçekleştirmeye çalışmaktadır.

Merkez bankalarının uyguladıkları politika sonuçlarını ölçmenin çok sayıda yolu vardır. Bunlardan birincisi ve akademik yazında en çok kullanılanı, uygulanan politikalarla sonuçları arasındaki farkı gösteren güvenilirlik açığıdır. Bu çalışma ise merkez bankasının başarısını, temel hedefi olan fiyat istikrarını gerçekleştirmek için koyduğu ara hedefler üzerinden analiz etmektedir. Yani biz bu çalışmada sadece fiyat istikrarı bağlamında merkez bankasının ara hedef sapmasını incelemekteyiz. Bu yüzden tez çalışması, sadece fiyat istikrarı temel amacına dönük olarak merkez bankasının başarısının ya da başarısızlığının belirleyicilerini ortaya çıkarmaya çalışmaktadır. Ancak 1990-2011 arası dönemde TCMB dört farklı ara rejim uyguladığı için bankanın başarısını etkileyen faktörlerin sayısı çok fazla olmaktadır. Hedeflediği büyüklükleri tutturmak merkez bankasına güvenilirlik, hesapverebilirlik ve dolaylı yoldan fiyat istikrarı için bekleyişleri yönlendirme noktasında önemli avantajlar sunmaktadır. Bu yüzden sapmanın nedenlerinin ortaya çıkarılması önem arz etmektedir.

Çalışmanın birinci bölümünde merkez bankacılığı, dünyada merkez bankacılığının tarihi, Türkiye'de merkez bankacılığının Osmanlı ve Cumhuriyet Dönemindeki tarihsel süreci ve merkez bankasının kuruluş aşamaları, merkez bankalarının temel görevleri ve yetkileri, merkez bankalarının fonksiyonları, merkez bankasının



doğrudan ve dolaylı para politikası araçları, merkez bankalarının analitik bilançoları, merkez bankasının bağımsızlığı ve bu bağımsızlığın büyümeye, enflasyona ve bütçe açığına etkisi detaylıca incelenmektedir. Özellikle fiyat istikrarı temel amacı ve finansal istikrar amaçları üzerinde durularak, ikisi arasındaki benzerliklere ve farklılıklara değinilmiştir. Bölümde merkez bankasının dolaylı para politikası araçları olan açık piyasa işlemleri, reeskont politikası, zorunlu karşılıklar politikası ve swap politikalarının kullanılan nominal çapa ve belirlenen fiyat istikrarı amacı doğrultusunda nasıl kullanıldığı ve tarihsel süreçte TCMB'nin bu politikaları ne zaman kullanmaya başladığı ve hangi sıklıkla bu politikalara başvurduğu anlatılmaktadır. Bölümün sonunda özellikle 1990'dan sonra enflasyonu düşürmek için gittikçe önem kazanmaya başlayan merkez bankalarının yasal, siyasi, amaç ve araç bağımsızlıkları analiz edilmiş, bu amaç doğrultusunda TCMB'nin 1715 sayılı kanununda yapılan değişiklikler tarihsel perspektiften anlatılarak, merkez bankası bağımsızlığının makroekonomik sonuçları irdelenmiştir.

Çalışmamızın ikinci bölümü ara rejim hedeflemelerine, enflasyona ve istikrar politikalarına ayrılmıştır. Bu bölümde önce, enflasyonun yapısal analizi ve enflasyonun Türkiye'deki tarihsel süreci anlatılarak enflasyon serisinin belirleyicileri ortaya çıkarılmaktadır. Enflasyonun toplam arz, toplam talep ve para arzı ile olan ilişkisi, enflasyonu düşürmeye karşı geliştirilen anti-enflasyonist istikrar politikaları ve Türkiye'nin uyguladığı istikrar programları detaylıca anlatılmaktadır. Daha sonra, fiyat istikrarı için kullanılan nominal çapalar (ara rejimler) ve bunların ülke deneyimlerine yer verilmektedir. Bir ara rejime ihtiyaç duyulmasının sebebi, uzun dönemde zaman tutarsızlığı problemine düşmemek ve karar verici kesim için bir para politikası kuralı önererek uygulanacak politikalar için kısıtları ve sınırları belirlemektir. Bu kısımda bu ara rejimlerden sabit döviz kuru hedeflemesi, parasal kontrole dayalı hedefleme, nominal hasıla hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi rejimleri ayrıntılı şekilde analiz edilmekte; teorik çerçevesi, avantaj ve dezavantajları ve ülke uygulamaları tarihsel bir perspektifle sunulmaktadır. Bölüm içinde, gerek TCMB'nin şu anda uyguladığı ara rejim olması, gerekse de tüm dünyada enflasyonu aşağı çekmede 1990'dan sonra başarılı uygulamaları bulunduğundan "enflasyon hedeflemesi rejimi" daha geniş bir perspektiften ve detaylıca anlatılmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin ön koşulları, açık ve örtük enflasyon hedeflemesi çeşitleri, Türkiye'nin enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş süreci, açık ekonomilerde enflasyon hedeflemesi modeli ve Yeni Zelanda, İngiltere, Kanada, İsrail ve Brezilya'nın enflasyon hedeflemesi rejimine ait deneyimleri ayrıntılı şekilde sunulmaktadır. Ayrıca Türkiye'nin uyguladığı parasal hedefleme, döviz kuru çapası ve enflasyon hedeflemesi rejimleri makroekonomik değişkenler üzerinden tablo ve grafiklerle karşılaştırmalı olarak anlatılmaktadır.

Tezin üçüncü bölümünde önce para politikasına dair iktisat literatüründe yer etmiş ekollerin terori ve politika önerileri yer almakta, daha sonra, Cumhuriyet döneminden başlayarak Türkiye'de uygulanan para politikaları dönemler halinde kronolojiye uygun olacak şekilde anlatılmaktadır. Daha sonra kuşak krizleri, Türkiye'nin yakın dönemde yaşadığı 1994, 2001 ve 2008 krizleri detaylı şekilde analiz edilmektedir. 1994 ve 2001 krizinin ortak yönleri ve bu krizlere dair merkez bankası bilançosu hareketleri farklı bir açıdan ele alınmaktadır. Ayrıca, 2008 küresel mali krizinden sonra dünyada değişen merkez bankacılığının fiyat istikrarıyla birlikte finansal istikrarı da temel amaç haline getirmesi sonucu geliştirilen alternatif para politikası yaklaşımları ve TCMB'nin krizden sonra uygulamaya başladığı makro finansal riskleri azaltıcı kuralla dayalı mikro öngörü politikasından duruma bağlı makro öngörü politikasına (micro-prudential politikadan macro-prudential politikaya) geçiş süreci anlatılmaktadır. Fiyat istikrarına verilen önem kadar finansal istikrara önem vermek, merkez bankaları için küresel krizden sonra zorunluluk halini almıştır. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesi rejiminin dayandığı Taylor Modeli'nde üretim açığı ve enflasyon açığı parametrelerine ilave olarak döviz kurlarındaki değişimin yada bankacılık sektörü kaldıraç oranlarının da ilave edilmesi ile politika faiz oranının yeniden belirlenmesi gerektiğini düşünen iktisatçıların sayısı artmıştır. Böylece merkez bankasının, enflasyonun hedeften sapması halinde daha önce verdiği faiz reaksiyonu yeni modellerde daha düşük düzeylerde kalmakta ve büyüme ile finansal istikrara verilen tepki doğal olarak artmış olmaktadır.

Çalışmamızın dördüncü bölümünde, önce çalışmanın amacı ve merkez bankalarının başarısını ortaya koymaya çalışan ampirik literatürden örnekler sunulmuştur. Daha

sonra merkez bankasının fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda uyguladığı ara rejim tiplerine göre merkez bankasının öngördüğü parasal değişkenlerden sapmasını etkileyen makroekonomik değişkenler iki farklı ekonometrik yaklaşım ile 1990:M1-2011:M6 dönemi ve alt dönemleri bağlamında analiz edilmektedir. Verilerin analizinde Eviews 6SV ve Stata 11.0 paket programları kullanılmış, tahmin sonuçları 0.01 ve 0.05 anlamlılık seviyesine göre yapılmıştır.

Çalışmanın ekonometrik kısmında hedeflenen büyüklüklerle gerçekleşen değerler arasındaki sapmaya yol açan para politikası, maliye politikası, ödemeler bilançosu ve dış alem şokları ortaya çıkarılmaya çalışılmaktadır. Bunun için geniş bir değişken seti kullanılmıştır. Bu amaçla kurulan iki farklı modelin birincisinin katsayıları En Küçük Kareler (EKK) yöntemi ile tahmin edilmiştir. Birinci model hedeften yüzdelik sapmayı merkez bankası için bir performans değişkeni (PD) olarak ele almakta ve bu sapma değerini, büyüme, büyüme açığı, döviz rezervi, beklenen enflasyon, nominal döviz kuru, genel bütçe dengesi, fiyatlardaki oynaklık, enflasyon, mevduat faizi, cari işlemler hesabı, dış ticaret dengesi, ticari açıklık, geniş para arzı, ülkeye giren portföy yatırımları, Amerika faiz ve enflasyon oranları ile ara rejim tipi, merkez bankası yasal bağımsızlığı ve 1994 ile 2001 krizlerini yakalayan gölge değişkenler (dummy) ile hem 1990-2011 dönemi için aylık hem de dört farklı rejim dönemine göre alt bölümlere ayırarak analiz etmeye çalışmaktadır. Elde edilen bulgulara göre büyüme, geniş para arzı artış oranı, döviz rezervi değişim oranı, genel bütçe dengesi değişimi, cari işlemler hesabı değişimi, dış ticaret dengesi, ülkeye giren portföy yatırımları, dış alem enflasyonu gibi içsel ve dışsal makroekonomik faktörler hedeften sapmayı istatistiksel olarak anlamlı şekilde etkilemektedir. Ancak regresyonlarda tahmin edilen parametrelere ait katsayılar oldukça düşük etki düzeylerine sahip oldukları için de uygulanan politikanın kurala benzer bir politika olduğu sonucuna varılmıştır. Rejim dönemlerine göre incelendiğinde ise; büyümenin geniş para arzının ve rezervlerin genel dönemde etki düzeyi en yüksek ilk üç değişken olduğu ortaya çıkarken, parasal hedefleme rejiminde bu üç değişken sırasıyla rezervler, büyüme ve ticari açıklık olmaktadır. Örtük hedefleme döneminde anlamlı bir değişken bulunmazken, döviz kuru çapası dönemi kısa sürdüğü için- sadece 13 ay- ekonometrik olarak anlamlı sonuçlar elde edilememiştir. Enflasyon

hedeflemesi rejiminde ise hedeflenen enflasyonun pozitif yada negatif yönde sapmasına sebep olan temel üç değişken büyüme, bireylerin beklenen enflasyon tahminleri ve rezervler olmuştur.

İkinci modelde, merkez bankasının belirlenen hedeflerden yüzdelik sapma verileri için bir eşik değer belirlenerek bu değer altında başarılı ve üstünde ise başarısız kabul edilmesi sonucu 0 ve 1'lerden oluşan yeni bir bağımlı değişken oluşturulmuştur. Olasılıklı süreç olduğu için bu bağımlı değişkenin açıklanmasında kullanılan bağımsız değişkenlerin katsayı tahminleri probit modeli ile yapılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, büyüme, ticari açıklık, büyüme açığı ve enflasyonda meydana gelecek artışlar bağımlı değişkenin öngörülen eşik altında kalmasına sebep olurken, bütçe, geniş para arzı ve nominal kurlardaki artışlar ise başarıdan sapma olasılığını arttırıcı yönde yani merkez bankasının öngörülen başarı düzeyinden uzaklaşmasına sebep olmaktadır. Ayrıca tüm verilerin yüzdelik değerler cinsinden verildiği hesaba katıldığında, enflasyon, büyüme ve bütçe değişkenlerinin merkez bankasının başarılı olmasını en fazla etkileyen faktörler olduğu ortaya çıkmıştır. Ancak buna rağmen etki düzeyleri yüzde 0.03'den daha büyük değildir.

# **BİRİNCİ BÖLÜM**

## **MERKEZ BANKACILIĞI VE TÜRKİYE CUMHURİYETİ**

### **MERKEZ BANKASININ GELİŞİMİ**

Bu bölümde önce merkez bankacılığının kurulma gerekçesi, tarihçesi, işlevleri ve fonksiyonları daha sonra da Türkiye’de merkez bankacılığının kurulma aşamaları tarihsel perspektiften anlatılmaktadır. Bölümün ilerleyen kısımlarında merkez bankasının para politikası araçları ve merkez bankası bağımsızlığı detaylı şekilde ele alınmaktadır. Günümüzde önemli olduğu için son kısımda merkez bankası bağımsızlığının bazı makroekonomik değişkenlere etkisi uygulamalı şekilde Türkiye örneği için ele alınmaktadır.

#### **1.1. DÜNYADA MERKEZ BANKACILIĞI VE TARİHİ**

Merkez Bankası, para basma yetkisini tekelinde bulunduran banka olarak tanımlanmaktadır. Bir merkez bankası, kurulduğu ülkede rezerv banka yada para otoritesi olup, emisyon (para basılması) ve faiz oranları yolu ile ülkedeki para arzını kontrol eder. Yerel parayı çıkarma yetkisi kanunla tekeline verilmiş olan merkez bankası bu yönüyle diğer ticari bankalardan ayrılmaktadır. Birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede merkez bankaları siyasi müdahaleden bağımsız hareket etmektedir.

Parayı basmak hükümrancılık göstergesi olarak kabul edildiğinden ilkçağ medeniyetlerinden bu yana yönetimi elinde bulunduranlar bu gücü kıymetli madenlerden yapılma sikkeler basarak, son ikiyüzyıldır da kâğıt para (banknot) basarak devam ettirmişlerdir.

Günümüzde, devletler daha az maliyetle ve kolayca borçlanma sorunlarını çözmek, dolaşıma süreceği kanuni paranın emisyon ve tedavülüne karar vermek ve ülkedeki bankacılık faaliyetlerinin düzenli yürümesini sağlamak için merkez bankalarını kurmuşlardır.<sup>1</sup> Bankacılık sisteminin tepesinde bulunan merkez bankaları, son yüzyıla kadar sadece emisyon hacmini ayarlayan bir banka konumunda iken, zaman

---

<sup>1</sup> Stanley Fischer, “Modern Approaches to Central Banking”, **NBER Working Paper**, No.5064, 1995, s.1-2

içinde emisyon hacimleri baskılanıp kredi piyasaları denetim altına alınınca işlevsel değişim ve dönüşüme uğramış ve bugün anladığımız manada modern fonksiyonlarına kavuşmuşlardır.<sup>2</sup> Buna göre yirmibirinci yüzyılda merkez bankaları şu fonksiyonları yerine getirmektedirler: Para emisyonu, para değerini korumak, para ve kredi hacmini ekonomik gidişata ve devletçe izlenen hedeflere göre düzenlemek, sunulan kredilerin verimli olacak sahalarda kullanılmasını dolaylı yollardan sağlamak(kaynak tahsisini değiştirecek potansiyele sahip olmak), devletin hazine işlemlerini yapmak, bankaların mevduat karşılıklarını ve nakit ihtiyaçlarını muhafaza etmek, bankalar arasındaki alacak ve borçlarının takas ve mahsubunu yapmak. Bu fonksiyonlara ek olarak; ülkenin altın ve döviz rezervlerini yürütmek, uluslararası ödemelere aracı olmak suretiyle kliring kurumu görevini görmek, reeskont oranlarını saptamak ve açık piyasa işlemlerini yapmak gibi fonksiyonları da mevcuttur.<sup>3</sup>

Bütün bu işlevlerin merkez bankasına yüklediği tek bir temel amacı vardır: Fiyat istikrarını korumak. Bu amaç Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Kanunu'nda yer alır ve internet sitesinde tek cümleyle ifade edilir: “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın temel amacı ‘fiyat istikrarını’ sağlamak ve sürdürmektir. Yani merkez bankasının birinci önceliği hükümetle birlikye yada ayrı olarak belirlediği enflasyon hedefine ulaşmaktır. Fiyat istikrarı kavramı tüketici fiyatlarındaki artışın “yeterince düşük” olmasını ve öyle kalmasını ifade etmek için kullanılır.<sup>4</sup> Bu temel amaç dışında merkez bankalarının, aşağıda Tablo 1.1’de gösterildiği gibi, likidite sağlama ve finansal sistem için güven oluşturma amaçları da vardır.<sup>5</sup>

---

<sup>2</sup> Modern merkez bankalarının başarısı şu temel varsayımların bir arada uygulanmasıyla daha da artmaktadır: maliye politikasının para politikası ile birlikte belirlenmesi, zaman tutarsızlığı tuzağına düşmemek, para politikasının ileriye dönük olması, hesapverebilirlik yolunun açık olması, para politikasının enflasyona önem verdiği kadar büyümeye ve finansal istikrara da önem vermesi (Frederic Mishkin, “What Should Central Banks Do? “ in **Monetary Policy Strategy**, MIT Prss, 2007, s.37-38).

<sup>3</sup> Susanna Kadyrova, “Türk Merkez Bankası Bağımsızlığı ve Makroekonomik Performans Arasındaki İlişki”, (İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi), İstanbul, 2009, s. 14.

<sup>4</sup> Ercan Kumcu, “Para Otoritesi ve Para Politikasından Beklenenler”, **Habertürk Gazetesi**, 28 Nisan 2011

<sup>5</sup> Wladyslaw Baka, “Please Respect the National Bank”, **Central Banking**, 1994-1995, s.65.

**Tablo 1.1. Merkez Bankası Amaç ve İşlevi**

| <b>Amaçlar</b>                   | <b>İşlevler</b>                                      |
|----------------------------------|------------------------------------------------------|
| Fiyat istikrarının sağlanması:   | Para politikasının belirlenmesi ve yürütülmesi       |
| Likiditenin sağlanması:          | Ödeme standartları ve takas sisteminin oluşturulması |
| Finansal sistemin güvenilirliği: | Banka gözetimi                                       |

Merkez bankacılığının tarihi dört yüzyıl kadar geçmişe dayanır. İlk dönemlerde kurulan özel ticari bankalar merkez bankaları olarak görev yapmışlardır.<sup>6</sup> İlk kez bir kamu bankası olarak 1609’da kurulan Bank of Amsterdam<sup>7</sup>, merkez bankacılığı yolunda atılmış ciddi bir adım olarak kabul edilmektedir. Bu tarihten sonra merkez bankaları devletlerin artan mali işlevlerini görmek üzere bir biri ardına kurulmaya başlamışlardır. Ancak ilerleyen yıllarda kurulmalarına sebep olan etmenler değişmiştir. Daha sonraları kurulan bankalar ilk zamanki gibi normal kamu hizmetlerini yürütmekten ziyade, ortaya çıkan sorunları halletmek için doğmuştur. Bu yüzden de çoğu merkez bankası bir mali krizin ertesinde ortaya çıkmıştır denilebilir. Mesela İsveç Merkez Bankası bir bankacılık krizinden sonra doğmuştur.<sup>8</sup>

Dünyanın ilk merkez bankası olarak Stockholm’de 1664’te kurulan ve halen görevini devam ettiren İsveç Merkez Bankası Sveriges Riskbank yada kısaca Riskbanken kabul edilmektedir.<sup>9</sup> Bu bankayı hükümete borç vermek<sup>10</sup>, hükümetin savaş finansmanında yardımcı olmak, banknot basmak ve ticari bankacılık hizmetlerini teşvik amacıyla 1694 yılında 1,2 milyon sterlin sermaye ile İskoç iş adamı William Paterson tarafından Londra’da kurulan ‘Bank of England (BoE) takip etmiştir. BoE kurulduğunda modern anlamda merkez bankacılığı düşüncesi henüz gelişmemiştir. Bugünkü modern merkez bankacılığı 18.yüzyıl sonlarına doğru ortaya çıkmıştır.

<sup>6</sup> Zahide Ayyıldız Onaran, “Para Politikasına Yeni bir Bakış: Merkez Bankası Bağımsızlığı”, (İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi), İstanbul, 1995, s. 48.

<sup>7</sup> Stephen Quinn and William Roberds, "An Economic Explanation of the Early Bank of Amsterdam, Debasement, Bills of Exchange, and the Emergence of the First Central Bank", **Federal Reserve Bank of Atlanta FRB of Atlanta Working Paper** No. 2006-13, 2006, s.1

<sup>8</sup> Ercan Kumcu, “Enflasyon hedeflemesi İtibar Kaybediyor”, **Habertürk**, 23 Mayıs 2011.

<sup>9</sup> The Riskbank, (Çevrimiçi), <http://www.riksbank.com/templates/Page.aspx?id=9159>, Erişim:02.02.2011.

<sup>10</sup> Bu dönemde hükümetlere daha çok savaş giderlerini karşılamak için borç verilirdi. Bu da ülkede yüksek enflasyon doğmasına yol açmaktaydı. Bu da Danimarkalıların deyimiyle “Statsbankerot (Devletin iflası) demektir bkz., **a.e.**, s.49

İlerleyen zaman içinde aynı ya da farklı görevlerle Almanya, Fransa, İskoçya, Japonya Merkez Bankaları kurulmuş, Amerika Birleşik Devletleri (ABD) Merkez Bankası olan Federal Reserve System (FED) ise ancak 1914 yılında kurulabilmiştir.

İlk kurulan bankalar bağımsız birer ticari bankacılık enstitüsü olarak çalışmış ve parasal istikrarı tesis etmek için araç görevi görmüşlerdir.<sup>11</sup> Tablo 1.2’de 1990 öncesi kurulan merkez bankası enstitüleri verilmiştir.

**Tablo 1.2. 1990 Yılından Önce Kurulan Merkez Bankası Enstitüleri**

| Banka                       | Kuruluş | Para Çıkartma Monopolü | Borç için Başvurulacak Son Mercî |
|-----------------------------|---------|------------------------|----------------------------------|
| İsveç Kraliyet Bankası      | 1668    | 1897                   | 1890                             |
| İngiltere Bankası           | 1694    | 1844                   | 1880                             |
| Fransa Bankası              | 1800    | 1848                   | 1880                             |
| Finlandiya Bankası          | 1811    | 1886                   | 1890                             |
| Hollanda Bankası            | 1814    | 1863                   | 1870                             |
| Avusturya Ulusal Bankası    | 1816    | 1816                   | 1870                             |
| Norveç Bankası              | 1816    | 1818                   | 1890                             |
| Danimarka Ulusal Bankası    | 1818    | 1818                   | 1880                             |
| Portekiz Bankası            | 1846    | 1818                   | 1870                             |
| Belçika Ulusal Bankası      | 1850    | 1850                   | 1850                             |
| İspanya Bankası             | 1874    | 1874                   | 1910                             |
| Alman İmparatorluğu Bankası | 1876    | 1876                   | 1880                             |
| Japonya Bankası             | 1882    | 1883                   | 1880                             |
| İtalya Bankası              | 1893    | 1926                   | 1900                             |

**Kaynak:** Onaran, a.g.e., s. 50.

Bu enstitülerin borç verecek son mercî haline gelmeleri kuruluşlarından ortalama 30-40 yıl sonra ancak mümkün olabilmiştir. Merkez bankacılığı ikinci dünya savaşından sonra önemli hale gelmiştir. Zira tüm dünyada Keynezyen İktisad’ın kuşattığı hava hakimdi ve hükümetler paranın bir peçe olmadığını iktisadi dengenin kendiliğinden sağlanamayacağına kesin bir şekilde inanmışlardı. Tablo 1.3’de görüldüğü gibi merkez bankalarının sayısı 1950’den sonra hızla artmaya başlamıştır. Bu tarihten sonra hangi iktisadi rejimi uyguladıklarına bakılmaksızın neredeyse tüm ülkeler parasal yapıyı düzenleyip denetlemek, parasal işlemleri kolay bir şekilde daha az

<sup>11</sup> Onaran, a.g.e., s. 49.



maliyetle ve daha büyük ölçekte gerçekleştirmek için birbiri ardına merkez bankaları kurmaya başladılar. .

İlk kuruldukları günlerde merkez bankalarının tekeline verilen emisyon, bu bankaları hem güçlü kılmış hem de bazı taahütler altına girmeye zorlamıştır. Bugün kağıt paranın değerini korumak fiyat istikrarı açısından ne derece önemli ise eskiden madeni paraların tağışış oranlarını düşük tutmak o derece önem arzeden bir konuydu. Banknotların olmadığı zamanlarda madeni paraların değerli maden içerikleri konusunda taahütlerde bulunan bu bankalar,<sup>12</sup> hükümetlerin savaş ve kriz zamanlarında finansman ihtiyacı içine girmeleri üzerine hükümetlere verdikleri borçlardan dolayı maden rezervlerinde azalma olmuştur. Bu yüzden de maden konvertibilitesini<sup>13</sup> muhafaza edebilme konusunda verdikleri taahütleri yerine getirmede zorlanmışlardır. Dolayısıyla bastıkları paranın maden içeriğini koruma taahüdünü hükümetlere karşı hem bir koz hem de baskı aracı olarak kullanmaya başlamışlardır. Bu yüzden savaş zamanlarında bir açıklama yapılarak konvertibilitenin askıya alındığı ilan edilirdi. Tablo 1.3 bu konvertibilitelerin askıya alındığı süre ve savaşları göstermektedir.<sup>14</sup> Tablodan 1.Dünya Savaşı sırasında da konvertibilitenin askıya alındığını görmekteyiz.

---

<sup>12</sup> G.J. Santoni, “A private Central Bank; Some Oldes English Lessons”, **Federal Reserve Bank of St.Louis Review**, 1984, s.66.

<sup>13</sup> Konvertibilite, ulusal paraların birbirine kolayca dönüştürülebilmesi anlamına gelir.

<sup>14</sup> Onaran, **a.g.e.**, s.52.

**Tablo 1.3. Merkez Bankalarının Konvertibilite Durdurmaları**

| Yıl       | Savaşın Adı                                | Konvertibilitenin Askıya Alınışı                           |
|-----------|--------------------------------------------|------------------------------------------------------------|
| 1793-1815 | Napolyon Savaşları                         | İngiltere: 1807-1821                                       |
| 1848      | Fransa, Almanya ve Avusturya'da İhtilaller | Fransa: 1805 ve 1813<br>Fransa: 1848-1850                  |
| 1859      | Avusturya-Sardunya Savaşı                  | Avusturya: 1859-1866                                       |
| 1861-1865 | Amerikan İç Savaşı                         | ABD: 1862-1879                                             |
| 1866      | Prusya-Avusturya Savaşı                    | Avusturya: 1866'dan itibaren devamlı<br>İtalya: 1866-1874  |
| 1870-1871 | Fransız-Prusya Savaşı                      | Fransa: 1870:-1874                                         |
| 1914      | 1.Dünya Savaşı                             | Japonya (1917) ve Güney Afrika hariç ülkelerin hemen hepsi |

**Kaynak:** Onaran, a.g.e, s.52; Charles P. Kindleberger, **A Financial History of Europe**, George Allen& Unwin Ltd, 1993.

**Tablo 1.4. Tarihsel Süreçte Dünyadaki Merkez Bankası Sayıları**

| Onyıl | Merkez Bankalarının Sayısı |
|-------|----------------------------|
| 1900  | 18                         |
| 1910  | 20                         |
| 1920  | 23                         |
| 1930  | 34                         |
| 1940  | 41                         |
| 1950  | 59                         |
| 1960  | 80                         |
| 1970  | 108                        |
| 1980  | 137                        |
| 1990  | 161                        |

**Kaynak:** Nestor Ricardo Chacon, **Derecho Monetario**, Universidad del Rosario, Primera Edicion, 2005, s.145.

Günümüzde bazı ülkelerde merkez bankaları tamamiyle devlet bankası iken, bazılarında kısmen devlete ait, bazılarında ise devletten bütünüyle bağımsız özerk bir kurum niteliğindedir. Bankaların sermaye durumlarına bakılarak yapılan bu tasnife göre Almanya'da merkez bankası tamamiyle devlete aitken (hisselerinin tamamı devletin elinde), ABD merkez bankası olan FED özel sektör mülkiyetindedir. Türkiye'de ise durum farklıdır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, sermayesinin yüzde 51'i devlete ait olan geri kalan kısmı da özel kurum ve kişilerin elinde bulunan özerk bir kuruluştur.

**Tablo 1.5. Merkez Bankalarının Mülkiyet Durumuna Göre Sınıflandırılması**

| <b>MB Devlete Ait Olan Ülkeler</b>                                                                                                                                             | <b>MB Özel Sektör Mülkiyetinde Olan Ülkeler</b> | <b>MB'nın Karma Mülkiyetli Olduğu Ülkeler</b>                                                                           |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Almanya<br>Arjantin<br>Avusturya<br>Danimarka<br>Finlandiya<br>Fransa<br>Hindistan<br>Hollanda<br>İngiltere<br>İrlanda<br>İspanya<br>İsveç<br>Kanada<br>Norveç<br>Yeni Zelanda | ABD<br>Güney Kore<br>İsviçre                    | Avusturalya( %50*)<br>Belçika(%50 )<br>Japonya(%50)<br>Meksika (%51)<br>Şili (%50)<br>Türkiye (%51)<br>Yunanistan (%10) |

\*: Parantez içindeki oranlar devletin payını göstermektedir.

**Kaynak:** Hasan Can Oktaylar **KPSS A İktisat**, Yargı Yayınları, Ankara 2010, s.462

## **1.2. MERKEZ BANKALARININ GÖREV VE YETKİLERİ**

Yirminci yüzyıla kadar merkez bankalarının temel iki görevi yürüttüğü görülmektedir: Devletin bankerliğini yapmak ve para basmak. Yaşanan dünya savaşları akabinde baş gösteren hiperenflasyonlar, ekonomik büyüme sağlanırken aynı zamanda fiyatların istikrarlı olması sorununu gündeme getirmiştir. Bunun için merkez bankaları giderek para politikalarında daha etkin rol oynamaya başlamışlardır.

Gelişmekte olan ülkeler ile gelişmiş ülkelerde merkez bankaları görev ve yetkileri bakımından farklılıklar taşımaktadırlar. Gelişmekte olan ülkelerde merkez bankaları daha çok para ve sermaye piyasalarının oluşturulması ve ülkenin kalkınmasına destek sağlamak için yetkili kılınmışlarken, gelişmiş ülkelerde merkez bankalarının, istihdam ve büyüme gibi konularda doğrudan bir görev ve yetkisi yoktur.

Günümüzde merkez bankaları ülkeden ülkeye değişmekle beraber aşağıdaki görevlerin hepsini ya da bir kısmını yerine getirmektedirler.<sup>15</sup>

- Fiyat itikrarını sağlamak (Temel Görevi);
- Finansal istikrarı sağlamak (İkincil görevi);
- Devletin hazinedarlığı ve mali temsilciliğini yapmak;
- Ülkedeki diğer bankalara ve hazineye kredi vermek;<sup>16</sup>
- Gerek görüldüğü takdirde, hükümete danışmanlık hizmeti vermek;
- Para arzı ve kredi hacmini ekonominin dengelerini bozmayacak şekilde hükümetin uyguladığı iktisat politikalarına uyumlu yürütmek;
- Bankaların rezervlerini ve ihtiyati nakitlerini muhafaza etmek;
- Devleti adına uluslar arası ödemeleri yapmak ve rezervleri yönetmek;
- Yerel paranın değerini korumak adına gerekli politikaları uygulamak.

Yukarıda sayılan görevleri yerine getirmek için hemen her ülke kendi merkez bankasına kanunla bazı ayrıcalıklı yetkiler vermiştir. Sahip olunan imtiyaz gereği para basmak, bankalararası piyasada faiz oranlarını belirleyerek kredi hacmi ve mevduat faizini dolaylı yoldan etkileyebilmek, reeskont faiz oranlarını değiştirerek para ve kredi hacmini değiştirmek, bankaların mevduat munzam karşılık oranlarını değiştirerek para arzını arttırıp azaltabilmek, açık piyasa işlemleri (APİ) yaparak ekonominin nakit dengesini ayarlamak, ulusal bankaları açık pozisyon konusunda uyarmak ve istenildiğinde kredi tayinlmasına gidilmesini sağlamak bu yetkiler arasında gelir. Merkez bankalarının önemli bir özelliği de diğer ticari bankalar için “son başvuru kaynağı (lender of last resort) ” ve “bankaların bankası (banks of bank)” olmasıdır. Buna göre merkez bankası kendisi nezdinde diğer bankaların hesaplarını bulundurur, ticari bankalardan mevduat alır ve bankalara borç verme görevlerini yerine getirir.<sup>17</sup>

---

<sup>15</sup>Erdoğan Tokgöz, “Merkez Bankalarının Bağımsızlığı”, **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C.13, 1995, s. 43.

<sup>16</sup> Türkiye gibi bazı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler kanunla merkez bankasının hazineye avans vermesini yasaklayıp merkez bankasına araç bağımsızlığı yanında siyasi bağımsızlık da vermişlerdir.

<sup>17</sup> Kadyrova, **a.g.e.**, s. 22.

### 1.2.1. Merkez Bankasının Temel Amaçları

Merkez bankaları, ülkeden ülkeye ve ekonomik koşullara göre değişmekle beraber, bazı amaçları belirleyerek para politikalarını buna göre yürütürler. Bunu yaparken de iki türlü amaç birden gözetirler. Bunlar kendisine koyduğu orta ve uzun vadeli hedef ile bu hedefi gerçekleştirmek için bir ara hedef olarak seçtiği politikadır. Ara hedef olarak seçilecek değişkenin nihai hedefle tutarlı, merkez bankasının kontrol edebileceği, diğer politika amaçlarının etkisinden mümkün olduğunca uzak ve nihai hedef olarak seçilen değişkene nasıl ulaşılacağı konusunda açık olması gerekir.<sup>18</sup>

Buna göre bir merkez bankasının amaçları aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Fiyat istikrarı
- Döviz piyasalarında istikrar
- Doğal istihdam düzeyi
- Potansiye büyüme hedefi
- Faizlerde istikrar
- Mali piyasalarda istikrar

Asla unutulmaması gerekir ki, merkez bankası fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda diğer ara amaçları gerçekleştirmeye çalışır. Türkiye için konuşacak olursak bu amaçların hepsi TCMB'nin temel amacı olan “fiyat istikrarını” destekler mahiyette olmak zorundadır. Çünkü kanunda belirtilen amacı fiyat istikrarıdır. Bu yüzden amaçların hepsi eşanlı olarak tutturulamamaktadır. Amaçlar arasında çelişkiler ortaya çıkabilmektedir. Bu durumda merkez bankasının hedeflerden bir tanesini nihai hedef olarak seçmesi gerekmektedir ki zaten TCMB de fiyat istikrarı nihai hedefini seçmiştir. 2001 yılında 4651 sayılı kanunla TCMB'ye verilen bu hak, para politikalarının bağımsız olarak merkez bankası eliyle yürütülmesini sağlamaktadır. Para otoritesinin tek olması fiyat istikrarını yakalamada daha etkin sonuçların elde edilmesini sağlamaktadır. Teklik, para politikası araç seçimlerinde rahat hareket etmeyi de beraberinde getirdiğinden MB fiyat istikrarı temel amacı ile

---

<sup>18</sup> Gazi Erçel, “Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri”, **TCMB Başkanın Konuşmaları**, Ankara Üniversitesi SBF, Ankara, 1996.

çelişmemek kaydıyla hükümetin belirlediği hedeflerle uyumlu olarak büyüme ve tam istihdam politikalarını destekleyecek tarzda kararlar almaktadır.

#### 1.2.1.1. Fiyat İstikrarı

Ekonomide kaynaklarının tahsisini daha etkin yapabilmek ve sürdürülebilir bir büyüme oranını yakalamak için fiyatların istikrarlı olduğu uygun makroekonomik bir ortam gerekmektedir. Bu tezin genelinde sıklıkla vurgulanacağı üzere “fiyat istikrarı, enflasyonun hedeflenen bir fiyat seviyesinde veya civarında istikrara kavuşturmadır”<sup>19</sup>. Fiyat istikrarını aynı zamanda merkez bankasının kayıp fonksiyonunun minimum bir değere sahip olması olarak da tanımlamak mümkündür. Bu fiyat seviyesi genellikle tek haneli ve ülkeden ülkeye değişen, içsel dinamik etkileri ihtiva eden yapısal bir olgudur. Gelişmiş ülkeler için bu seviye %1-2 civarında fiyat değişimleri olarak görülürken, gelişmekte olan ekonomiler için bu oran %4-6 arasında oynayabilmektedir.<sup>20</sup> Avrupa Merkez Bankası-ECB için fiyat istikrarı %2’nin altında fakat %2’ye yakın enflasyon oranıdır.<sup>21</sup> Amerika Merkez Bankası (FED) gibi bazı merkez bankaları da fiyat istikrarı için sadece kavramsal tanım yapmakta sayısal bir hedef belirtmemektedirler.<sup>22</sup>

Fiyat istikrarını sağlamak için merkez bankasının yürüteceği politikalara ek olarak merkez bankasının devlete borç vermeyi durdurması da önem arz etmektedir.<sup>23</sup> Çünkü hükümetler için fiyatların istikrarda olmasından çok oyların ençoklanması önemlidir. Hükümetler populist yaklaşımlarda bulunabilirler. Bunların önüne geçmek için de merkez bankaları için kanunlar çıkarılmakta ve merkez bankasının “temel hedefi fiyat istikrarını sağlamaktır” ibaresi kanunlaştırılmaktadır. Bu kanunlardan

---

<sup>19</sup> Laars Svensson, “Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule”, **Journal of Monetary Economics**, 1999, s.22

<sup>20</sup>E.Castelnumovo, S.Nicoletti-Altinari ve D.Rodriguez-Palenzuela, “Definition of Price Stability, Range and Point Inflation Targets: The Anchoring of Long-Term Inflation Expectations”, **European Central Bank Working Paper**, No.273, 2003, s.52.

<sup>21</sup>Ezgi Erol, “Enflasyon Hedeflemesi: Türkiye Deneyimi”, (Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi), İzmir, 2008, s.16.

<sup>22</sup>Bank of Japan, “On Price Stability,”(Çevrimiçi), <http://www.boj.or.jp/en/type/release/zuiji/kako02/data/k001013a.pdf>, s.9, Erişim: 24.02.2011.

<sup>23</sup> Ercan Kumcu, **İstikrar Arayışları**, Doğan Kitap, Güncelleştirilmiş 2.Basım, İstanbul, 2002, s.290.

aldıkları güçle merkez bankaları yürüttükleri para politikalarında ana hedef olarak fiyat istikrarını göz önünde bulundurmaktadırlar.<sup>24</sup>

İktisat politikasının ana hedeflerinin yüksek istihdam, istikrarlı fiyatlar ve her ne kadar son dönemde hızlı büyümenin yerini sürdürülebilir büyüme almışsa da hızlı büyüme olması gerektiği konusunda iktisat yazınında geniş bir uzlaş vardır.<sup>25</sup> Para politikalarının nasıl olması gerektiğine dair yaklaşımlar para arzının içsel ve dışsal olması ile yakından ilgilidir. Bu konuda Klasik ve Yeni Klasik iktisatçıların hakim görüşleri paranın dışsal olduğu ve sadece bir örtüden ibaret olduğu şeklindedir. Ancak Keynesyen iktisatçılar paranın da herhangi bir eşya gibi ekonomi üzerinde içsel bir değişim gücü olduğunu savunmaktadırlar.

Irvin Fischer'in Mübadele Denklemi, Klasik İktisat için paranın miktar teorisi ile başlamıştır. Zaman içinde mübadele denklemi yapılan yeni katkılarla değişime uğramış ve son olarak monetarist iktisatçılar (paracı iktisatçılar) tarafından modern miktar teorisi olarak güncellenip bugünkü şeklini almıştır. Klasik görüşe göre para merkez bankasınca dışsal olarak belirlenmektedir. Ancak bu görüş 1950'lerde İngiltere için para arzının daha çok banka kredileri ile sağlandığı gerçeği ortaya çıkınca sarsıntıya uğramıştır.<sup>26</sup> Oysa Klasikler sadece emisyonu düşünmüşlerdi. Fakat ortaya çıkan gerçek kaydı para ile para arzı oluşumunun emisyonla para arzı oluşumundan fazla olduğu şeklindeydi.

Paranın yansızlığı ücret ve fiyat esneklikleri, inelastik beklentiler ve para aldanmasının olmadığı varsayımlarına dayanmaktadır. Monetaristler ekonomik ajanların para aldanması içinde olmadıklarını, para arzında bir artış gördüklerinde bunu ücretlerde artış şeklinde talep ederek para arzı artışına cevap verdiklerini savunmuşlardır. Sonuçta reel etkilerin olmadığı, sadece nominal olarak fiyatların arttığı bir ortam ortaya çıkmış oluyor. Oysa Keynesyenler, bireylerde para aldanması olduğunu ve işgücü piyasasında ücretlerin aşağı yönde katı olduğunu sebep

---

<sup>24</sup> A.e., s.147

<sup>25</sup> Milton Friedman, The Role of Monetary Policy, **American Economic Review**, Vol.58, No.1, pp.1-17, 1968, s.1

<sup>26</sup> Christopher J. Niggel, "The Endogenous Money Supply Theory: An Institutional Appraisal", **Journal of Economic Issues**, vol.25, No.1, pp.137-153, 1991 ,s.140

göstererek işsizlik ve enflasyon arasında bir değiş-tokuş(trade-off) olduğunu savunmuşlardır. Bu bağlamda monetaristlerin yansızlık kavramı biraz daha farklıdır. Milton Friedman'ın kurduğu ekonomik model çerçevesinde reel gelirin sabit kaldığı varsayımına dayanılarak(fiyatlar arttığında, rasyonel beklentilerle ücretlerini de arttıran işçiler için  $y/p = y_0$  sabit bir oranda artmaktadır), para arzının dışsal olduğu kabul edilmektedir. Keynes ise ekonomik modele para arzını içsel olarak koymaktadır.<sup>27</sup> Keynesyenler paraya nominal etkileri, monetaristler ise reel etkileri açısından bakmışlardır. Çok kısa bir şekilde iktisat ekollerinin para arzına bakışlarını özetledikten sonra uygulanması gereken para politikasının ne olması gerektiği konusunda da bir ayrışmanın olduğunu görmekteyiz. Keynesyenler'in düşüncesi aktivist bir para politikası izlenmesi şeklindedir. Çünkü Keynes'e göre kurumlar bireylere göre daha fazla bilgi sahibidirler. Bu yüzden de ilerde giden arkadan gelenlere yol gösterici olmak zorundadır. Monetaristler ise eksik bilgidен dolayı kurumlara güvenmemeyi tercih etmişlerdir. Yeni klasik okul ise asla hata yapmayan tamamen robot insan modeli üzerinden para politikası yürütülmesi gerektiğini düşünmektedir.

İktisat politikasında politika belirleyen kurumun bir amaç fonksiyonu vardır. Belirlenen bir değişkenden sapmaların küçük olmasına dikkat edilerek bu amaç fonksiyon üzerinden toplumsal refah ençoklanmaya çalışılır; yani uygulanan politikanın faydasının maksimum olmasına çalışılır. Bu noktada amaçlar ile araç sayıları arasında Tinbergen Kuralı gereği en az eşitlik olması gerekmektedir.<sup>28</sup> Eşitsizlik halinde bir değişkenin değeri dışsal olarak atanmak zorundadır. Oysa Monetaristlerin beklentilerini içeren Philips Eğrisi analizine bakıldığında, uzun dönemde enflasyon oranının, adaptif beklentilerle kısa dönemli enflasyon oranına eşitlenecek şekilde hareket ettiği görülmektedir. Bu yüzden de yürütülen para politikasına müdahale edilmesi, değişkenlerde kaymaya neden olacağı için, monetaristlere göre uygulanması gereken para politikası sabit parasal büyüme

---

<sup>27</sup> Nadir Eroğlu, **İktisatta Rasyonalite ve Para Politikası**, Derin Yayınları, İstanbul 2011, s.50-52

<sup>28</sup> Jan Tinbergen, **On the theory of Economic Policy**, Amsterdam, 1952, s.78



kuralına dayanan kurala göre para politikasıdır.<sup>29</sup> Friedman'a göre bu sabit oran da yıllık hâsıla artışı kadar olmalıdır.

Ancak adaptif beklentiler, beklenen enflasyon oranını geçmiş dönem enflasyon oranlarının ağırlıklı ortalaması olarak ele aldığı için, enflasyonun sürekli arttığı bir yerde, her zaman gerçekleşen enflasyon beklenen enflasyon oranından yüksek çıkacaktır. Yeni Klasik Okul adaptif beklentilerdeki bu eksikliği, rasyonel beklentiler kuramı ile açıklamaya çalışmaktadır. Yeni Klasiklere göre ekonomik bireyler her türlü politika ve bilgidен haberdar oldukları için sistematik hata yapmamaktadırlar. Bu yüzden de gelecekle ilgili rasyonel beklentilerini oluşturan iktisadi bireylere karşı tüm müdahaleci politikaların sonuçsuz kalacağını ya da kalmaya mahkum olacağını ileri sürmektedirler. Zaten mal ve faktör piyasalarında da fiyatlar esnek olduğundan beklentileri değiştirmek kolay olmayacaktır.<sup>30</sup>

İktisat okullarının kurala göre yada duruma göre politika tartışmaları arasında merkez bankaları çok geç bir tarihte devreye girmiştir. Merkez bankaları parasal iktisat sürecinde para politikalarına hükmetmeye başladıklarında tarihler 1970'lerin başını gösteriyordu. Keyneysyen politikalarla dünya 1946-1970 arası dönemde yüksek büyüme oranlarına kavuşmuş, ancak enflasyon sorununu halledememiştir. 1970'lerde ardı ardına gelen petrol şokları ve baş gösteren arz enflasyonu, giderek tüm dünyada durgunluk içinde enflasyon (stagflasyon) yaşanmasına neden olmuştur. Hükümetlerin programlarına illa ki koyduğu keynesyen iktisat reçetelerinin yüksek enflasyon sorununa çare bulamaması sonrasında, merkez bankaları diğer makro büyüklük hedeflerini ve büyümeyi bir kenara bırakarak fiyat istikrarına odaklanmaya başladılar. Bu dönem aynı zamanda durgunluk içinde enflasyon sorununa da çare aranan bir zaman dilimi olmuştur. Bu süreçte ortaya çıkan Monetarist görüş, Friedman öncülüğünde, istihdam ve milli gelir gibi kısa dönem reel ekonomik etkileri olan değişkenlerin para politikaları ile yönetilmesinin uzun zaman alacağını ileri sürerek, duruma göre (basirete bağlı) para politikası yerine kurala göre para

---

<sup>29</sup> Eroğlu, a.g.e, s.53-56

<sup>30</sup> A.e, s.58-60

politikası izlenmesi gerektiğini önermiştir.<sup>31</sup> Daha sonra gelen Klasik İktisatçılar adaptif beklentileri bir adım ileri taşıyarak rasyonel beklentiler hipotezleri ile tam bilgiye sahip ekonomik bireylerin duruma göre para politikasının şok etkisini (tek seferlik) ortadan kaldıracabileceğini göstermiş ve para politikalarının güvenilir ve zaman içinde tutarlı (time-consistent) olması gerektiğini vurgulamışlardır.<sup>32</sup>

Ayrıca bugün fiyat istikrarının, işsizlik, kalkınma ve gelir dağılımı gibi hedeflerin önünde merkez bankalarının temel hedefi haline gelmesine etki eden ana unsur finansal kesimin iktisat politikaları içindeki etkinliklerinin zaman içerisinde artmış olmasıdır. Çünkü enflasyonist ortamda finansal varlık getirileri enflasyon karşısında eriyebilmekte; özellikle de sabit faizli finansal varlıklarda bu risk daha da artmaktadır.<sup>33</sup> Fiyatlarda istikrarın sağlanması ile birlikte finansal varlıkların çarpık kaynak dağılımına yol açması önlenmiş, dolaylı yoldan reel ekonomi desteklenmiş olmaktadır.

Alan Greenspan'e göre fiyat istikrarı, iktisadi karar vericilerin tüketim, yatırım ve tasarruf gibi kararlarını alırken genel fiyat seviyesindeki değişiklikleri (enflasyon riski ihmal edilebilir düzeyde) dikkate almaya gerek duymaması halini ifade eder.<sup>34</sup> Bunun anlamı tek haneli ve düşük yıllık enflasyon oranlarına sahip olmaktır. Diğer bir tanıma göre de fiyat istikrarı, bazı mal ve hizmetlerin fiyatlarında düşüş veya artış olmasına rağmen, tüm fiyatların ortalamasının istikrarlı olduğu durumun adıdır..<sup>35</sup> Serdengeçti (2002) de Greenspan'ın tanımı çerçevesinde fiyat istikrarını, insanların yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymayacakları derecede düşük bir enflasyon oranı olarak tanımlamakta ve bunu gelişmiş ülkeler için %1-3 olarak kabul etmektedir<sup>36</sup>. Mishkin ve Hebbel (2001) de

---

<sup>31</sup> Kurala göre politikadan sadece Friedman'ın önerdiği sabit parasal büyüme kuralı anlaşılmamalıdır. Kurala göre politika sınırları belirlenmiş bir aralık içinde hareket etmeyi de kapsamaktadır.

<sup>32</sup> A.e, s.60

<sup>33</sup> A.e, s.62

<sup>34</sup> Alan Greenspan, "Opening Remarks : Achieving Price Stability", at a Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 1996.

<sup>35</sup> Bank of Japan, "On Price Stability," (Çevrimiçi), <http://www.boj.or.jp/en/type/release/zuiji/kako02/data/k001013a.pdf>, Erişim: 24.02.2011.

<sup>36</sup> Süreyya Serdengeçti, "Fiyat İstikrarı," Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Başkanın Konuşmaları**, SBF Konferansı, Ankara, 28 Kasım 2002.

bu tanımı yapanlar kategorisinde yer almaktadırlar.<sup>37</sup> Ancak önemli olan bu düşük oranların sürdürülmesini sağlamaktır.

Svenson (2009) fiyat istikrarını, fiyatlar genel düzeyinin durağan olması (stationary), zaman serisinde birim kök ihtiva etmemesi, deterministik bir trend etrafında durağanlık sergilemesi olarak değerlendirmektedir.<sup>38</sup>

Fiyat istikrarı, ekonomik ve sosyal istikrar için bir ön koşuldur. Fiyatların istikrarlı olmadığı bir ekonomik ortamda karar vericiler gelecekle ilgili beklentilerini doğru oluşturamayacaklarından geçmiş değerlere bakıp tahminlemede bulunacaklardır. Özellikle işgücü piyasasında emek arzedenler ve talep edenler fiyatlardaki belirsizlikten dolayı optimum bir noktada buluşamayacaklardır. Denge noktasında buluşamama, gelir dağılımında bozulmalara, uluslararası rekabet gücünde azalmalara zaman içerisinde enflasyonun çarpıklaşıp atalet (inertia) kazanmasına neden olacaktır. Böylesi bir ortamda uzun soluklu yatırımlar ve ileriye dönük projeksiyonlar kolayca hayata geçirilememektedir.<sup>39</sup>

Fisher denklemi yardımı ile fiyat istikrarının nelere bağlı olduğu kolayca ortaya konabilmektedir. Aşağıda Fischer'ın Miktar Teorisi gerekli düzenlemelerden sonra enflasyonu ( $\pi$ ) verecek şekilde (1.4) formunda yazılabilir:

$$MV = PY \quad (1.1)$$

$$\frac{\Delta M}{M} + \frac{\Delta V}{V} = \frac{\Delta P}{P} + \frac{\Delta Y}{Y} \quad (1.2)$$

$$m + v = \pi + y \quad (1.3)$$

$$\pi = m + v - y \quad (1.4)$$

Bu denklemlerde M, para arzını, V paranın el değiştirme hızını, P fiyatları ve Y de GSYİH'yi göstermektedir. Küçük harfle gösterilen değişkenler de bunlardaki

---

<sup>37</sup> Frederic S. Mishkin ve 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, 2001

<sup>38</sup> Lars E.O. Svensson, "How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability?" **NBER Working Paper**, No.7516, s.198.

<sup>39</sup> A.Hakan Kara ve Musa Orak, "Enflasyon Hedeflemesi", Ekonomik Tartışmalar Konferansı, Ekim 2008, s.2

dinamik değişimi göstermektedir. (1.4) denklemine göre enflasyonla para arzı ve paranın el değiştirme hızı aynı yönde, enflasyonla çıktı düzeyi,  $Y$ , ise ters yönde hareket etmektedir. İleriki kısımlarda ayrıntılı olarak ele alınacak olan enflasyonun belirleyicilerinde de bu konu üzerinde durulacaktır. Ancak (1.4)'n ifade ettiği anlam, enflasyon düzeyinin para arzı ile arttığı; paranın dolanım hızının artmasının da bunu gösterdiği; ve toplam taleple toplam arz arasındaki farkın da enflasyona yön veren bir olgu olduğu şeklinde dir.

Sonuç olarak fiyatlarda istikrarın sağlanamadığı bir ekonomide;

- a. Karar alma süreçleri bulanıklaşır, nispi fiyat değişimleri ayırt edilemez ve piyasa mekanizması etkin islemez hale gelir
- b. Yeterli ve gerekli bilgi edinilemediği için sağlıklı ve uzun vadeli kararlar alınamaz duruma gelinir.
- c. Sermaye tahsisi bozulur. Yatırımlar retken olmayan alanlara kaymaya başlar.
- d. Rekabet gücü azalır, vadeler kısalır, kredi piyasaları duracak noktaya gelir
- e. Sürdürülebilir bir büyüme ve istihdam artışı sağlamak mümkün olmaz.

Bu nedenlerden dolayı fiyat istikrarı toplumsal refah artışı için ön koşuldur.<sup>40</sup>

#### **1.2.1.1. 1. Merkez Bankası Kayıp Fonksiyonu**

Merkez bankası kayıp fonksiyonu fiyat istikrarını sağlarken üretimi de optimum kılmayı esas alan bir çözümlemenin adıdır. Fonksiyonda hem üretim açığının hem de enflasyondan sapmanın karesi vardır. Ancak üretimin karesinin başına bir değişken eklenerek fonksiyonda üretime verilecek önemin toplam fonksiyonun minimum kılınması koşuluyla ne kadar olacağına karar verilir.

Enflasyon ve işsizlik arasındaki değiş tokuş(trade-off) paradoksu varken, para politikasının enflasyonu düşürmek için nasıl kullanılacağı(Philips Eğrisi kısıtı altında) iktisatçılar için hep sorun olagelmıştir. Bu sorunu çözmek için bulunan yol, toplumsal refah fonksiyonudur (Social Welfare Function-SWF). Kydland ve Prescott

---

<sup>40</sup> Durmuş Yılmaz, Para Politikası Sunumu, TCMB, Gaziantep, 7 Haziran 2007, s.3

(1977) ‘un geliştirdiği<sup>41</sup> daha sonra Barro ve Gordon’un (1983) katkı yaptığı<sup>42</sup> bu toplumsal refah fonksiyonu maksimum kılınmak şartıyla para otoritesi tarafından en optimum politika elde edilmiş olmaktadır. Teorik olarak, SWF’nin maksimum kılınması aynı zamanda merkez bankasının kayıp fonksiyonunun minimum yapılması anlamına gelir. Bu sayede enflasyonla m¼cadele edebilecek bir politika geliştirme imkânı bulunmuş olur.<sup>43</sup>

Fiyat istikrarının sağlanması üretim ve enflasyon arasında bir optimum yol bulunması ve bu ikisi arasında fedakarlıkta bulunmakla ilgilidir. Fiyat istikrarını hedefleyen bir politikanın elbette bir bedeli olacaktır. “Kayıp Fonksiyon” aslında bu bedeli ölçmek için kullanılmaktadır. Bu yüzden de minimum olması istenmektedir. Bu fonksiyon, gerçekleşen enflasyon ile beklenen enflasyon değerı arasındaki farkın karesi ve GSYİH’dan sapmanın karesinin toplamı olarak ifade edilir. Yani kayıp fonksiyon, hedef fiyat düzeyinden sapma ve çıktı ağığı üzerinden tanımlanmaktadır.<sup>44</sup> Para politikası da ortaya çıkan bu toplamı minimize etmeyi hedeflemektedir. Kayıp fonksiyon, reel ve mali sektörün kayıp fonksiyonunu bir arada sunmaktadır.  $\mathcal{L}_t$  toplam reel sektör ve finans sektörü kayıp fonksiyonu olmak üzere<sup>45</sup>;

$$\mathcal{L}_t = E_t \sum_{i=0}^{\infty} \{ \varphi X_{t+i}^2 + (p_{t+i} - p_{t+i}^*)^2 \}, \quad 0 \leq \varphi \leq 1 \quad (1.5)$$

$p_{t+i}$  gerçekleşen,  $p_{t+i}^*$  hedeflenen enflasyon düzeylerini,  $X_{t+i}$  ise çıktı ağığını ( $y_t - y_t^*$ ) göstermektedir.  $\varphi$  katsayısı ise milli gelirin potansiyel üretim düzeyinden sapmasının hangi oranda kayıp fonksiyonuna dahil edileceğini gösteren bir sabittir. Yani merkez bankasının enflasyon hedefinden sapmasına kıyasla çıktı ağığına

<sup>41</sup> Finn E. Kydland and Edward C. Prescott, “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans”, **The Journal of Political Economy**, Vol. 85, No. 3, Jun., 1977, pp. 473-492

<sup>42</sup> Robert J. Barro ve David B. Gordon, “Rules, Discretion and Reputation In A Model of Monetary Policy”, **NBER Working Paper**, No. 1079, February 1983.

<sup>43</sup> Suat Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi**, Bilim Teknik Yayınevi, 1998, s.36

<sup>44</sup> Steve Ambler, “Price Level Targeting and Stabilization Policy: A Review”, **Bank of Canada Discussion Paper**, October 2007, s.5

<sup>45</sup> Lars E.O. Svensson, “Price-Level Targeting Versus Inflation Targeting: A Free Lunch?”, **Journal of Money, Credit, and Banking**, Vol.31, ss.277–295, 1999

verdiği görece önemi göstermektedir. Bu önem ne kadar azsa  $\varphi$ 'nin değeri de o ölçüde düşük olacaktır.

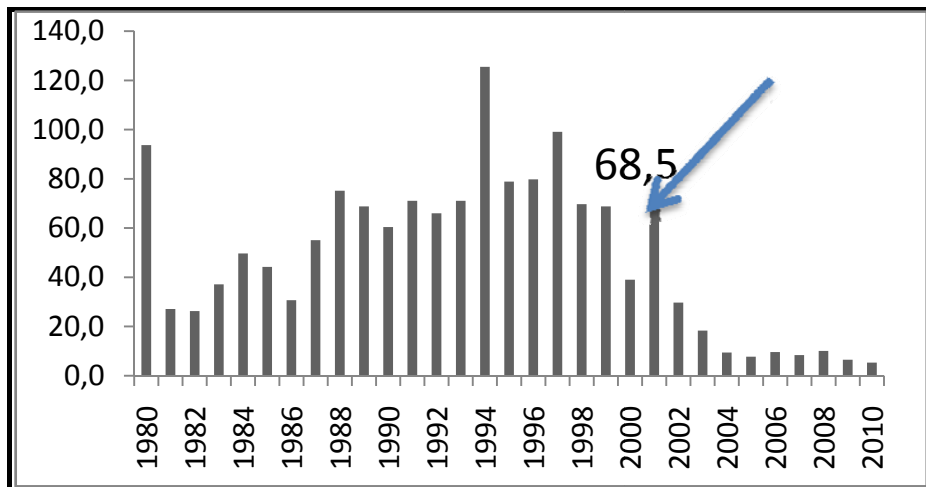
$\varphi = 0$ , merkez bankasının katı enflasyon hedeflemesi yaptığını; yani sadece fiyat istikrarına odaklandığını,

$\varphi > 0$ , merkez bankasının esnek enflasyon hedeflemesi yaptığını; yani merkez bankasının çıktı açığını da önemseydiğini göstermektedir.

Pratik uygulamalarda, fiyat istikrarı hedefi esnek olarak uygulanmaktadır. Çünkü birçok gelişmiş yada gelişmekte olan ülkede merkez bankaları reel ekonomik istikrarı fiyat istikrarı ile beraber düşünmeye zorlanmaktadır. Esnek uygulamanın nihai amacı, sadece enflasyonu hedeflenen düzeyde istikrara kavuşturmak değil, hâsılaya da gereken önemi vermektir. İngiltere, Kanada, İsveç ve Yeni Zelanda Merkez Bankaları enflasyon hedeflerini bu politika doğrultusunda oluşturan merkez bankaları iken, Avrupa Merkez Bankası (ECB) gibi bazı merkez bankaları fiyat istikrarını sayısal değerle ifade edip herhangi bir enflasyon hedeflemesine gitmemeyi tercih etmektedirler. .

Türkiye’de fiyat istikrarı için gösterge değer Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) dir. Grafik 1.1 bu endeksin 1980’den sonra izlediği patikayı göstermektedir. .

**Grafik 1.1. Fiyat İstikrarı Endeksi**



**Kaynak:** TCMB

Grafike göre Türkiye’de dönemsel istikrarlar haricinde fiyatlarda yüksek bir sapma ve dalgalanma yaşanmıştır. 1980-1997 arasında yüksek ve değişken seyreden fiyatlar genel düzeyinin bu tarihten itibaren düşme trendine girdiği grafikten açıkça görülebilmektedir. Ayrıca 2002’den itibaren önce örtük aradından da tam enflasyon hedeflemesi rejimi ile fiyatların oldukça istikrarlı bir aralıkta dalgalandıkları söylenebilir.

#### **1.2.1.1.2. TCMB Kayıp Fonksiyonu**

Türkiye için (1.5) nolu denklemden ortaya çıkan  $L_t$  fonksiyonunu, enflasyon açığına ve üretim açığına ait varyansları dikkate alarak çizmeye çalışalım.  $\lambda$  değerine, merkez bankasının çıktıya atfettiği önemi temsil edecek şekilde [1-0] arasında 3 farklı değer ataması yapalım. Bu üç değerın uçları katı ve esnek enflasyon hedeflemesini orta değeri ise rasyonel hedefleme şeklini temsil etmektedir.

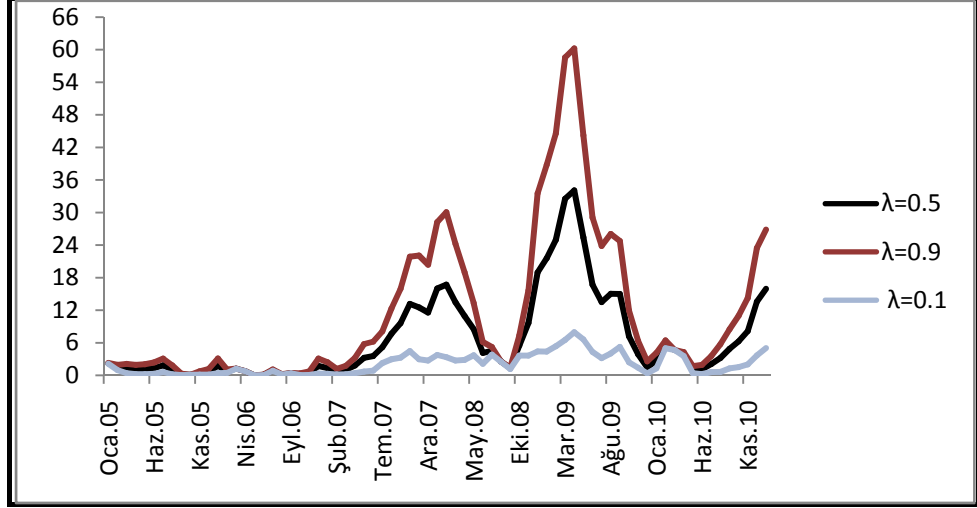
$\lambda = 0.1$  ise MB enflasyon hedeflemesini katı şekilde yürütmektedir.

$\lambda = 0.5$  ise MB çıktıdaki sapmayı en az enflasyon kadar önemsemektedir.

$\lambda = 0.9$  ise MB çıktıdaki sapmayı enflasyondan fazla önemsemektedir.

Graik 1.1a yukarıda teorik olarak anlatılan ve her bir  $\lambda$  için oluşturulan merkez bankasının kayıp fonksiyonlarını Türkiye verileri ile alınan sonuçları göstermektedir. Dikkatle bakıldığında TCMB’nin açık ve örtük enflasyon hedeflemesi yaptığı zaman dilimlerine ait bu verilerden oluşan kayıp fonksiyonun minimum kılınması tam hedeflemeye yakın olan  $\lambda=0.1$  değeri dışındaki değerler için mümkün olmamaktadır. Kayıp fonksiyon tüm dönem boyunca genelde volatil (değişken) bir seyir izlemektedir. Bu da fiyat istikrarı hedeflemesi yapan bir merkez bankasının beklentilerine ters düşmektedir. Hatta açık hedefleme dönemlerinde, özellikle 2007 ve 2009’da hedeften sapmanın şiddetli olduğu görülmektedir. O halde TCMB’nin enflasyon hedeflemesi rejimi, çıktıya önem vermeyen katı bir hedefleme türüdür denilebilir.

**Grafik 1.1a. Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Altında Merkez Bankası Kayıp Fonksiyonu**



**Kaynak:** yazarın kendi çizimidir.

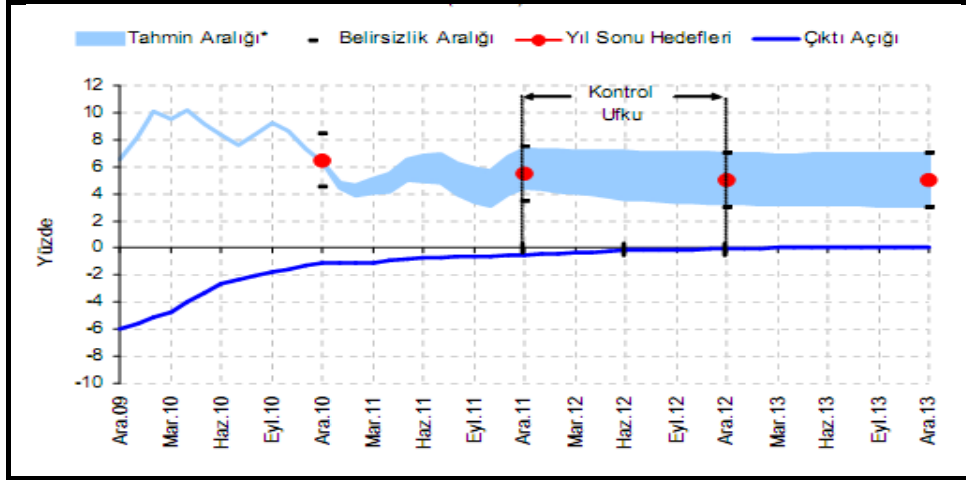
Zaten grafiğin TCMB için önerdiği rejim tipi de çıktıyı düşünmeden enflasyon politikası yürütmesi şeklindedir. Çünkü minimum L değeri  $\lambda = 0.1$  için çizilen grafikte elde edilmektedir.

TCMB'nın bu konudaki görüşlerini yansıtan Grafik1.1b'ye bakıldığında enflasyonun kontrol ufkunun (beklenen en üst ve en alt değerle farkı) geniş tutularak, nokta hedef tespitinden ziyade olasılıklı aralık hedefi vermeyi tercih ettiği şeklindedir.<sup>46</sup> MB böylelikle çıktı açığındaki sapmanın sıfıra yakınsayacağını ve kayıp fonksiyonun da giderek sıfır çizgisine yaklaşacağını öngörmektedir. MB'nin öngörüsü doğrultusunda çizilen grafiğe göre, 2012 yılı son çeyreğinde fiili büyüme ile potansiyel büyüme birbirine eşitlenecek ve böylece çıktı açığı sıfıra yakınsayacaktır.

<sup>46</sup> Durmuş Yılmaz, 2011 Ocak Enflasyon Raporu, TCMB, 25 Ocak 2011, Ankara, s.17.



**Grafik 1.1b. Çıktı Açığı ve Enflasyon Hedefleri**



**Kaynak:** TCMB, 2011 Ocak Enflasyon Raporu, 25 Ocak 2011, Ankara, s.17

### 1.2.1.3. Finansal istikrar

Amacı fiyat istikrarını sağlamak olan Merkez Bankası, aynı amaç çerçevesinde finansal istikrarı da önemsemekte ve bu piyasalardaki istikrarı bozabilecek bir şok karşısında mevcut araçları etkin şekilde kullanmaya çalışmaktadır.<sup>47</sup> Merkez Bankalarının birinci amacı fiyat istikrarı ise ikinci hedefleri de finansal istikrardır.<sup>48</sup> MB kanununda, bankanın finansal sistemde istikrarı sağlayıcı tedbirleri almakla da görevlendirildiği açıkça belirtildiğinden, merkez bankaları fiyat istikrarı temel amacı çerçevesinde diğer ilgili kurumlarla beraber;

1. Finansal şokların etkilerini yumuşatmak(konjonktürel) ve
2. Finansal kırılganlıkları azaltmak (yapısal) için çalışır.

2008 küresel mali krizinden çıkarılan en temel ders de finansal istikrarın ne kadar önemli olduğu ve finansal kırılganlıkların en gelişmiş ekonomileri bile vurabileceği gerçeğidir.<sup>49</sup>

<sup>47</sup> TCMB, Yıllık Rapor 2003, s.19

<sup>48</sup> Gazi Erçel, "1998 Yılı Para Politikası Uygulaması: Basın Toplantısı", Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara, 8 Ocak 1998.

<sup>49</sup> Erdem Başçı, "Para Politikaları ve finansal İstikrar", Ekonomi Yaz Seminerleri 2011 Pamukkale Üniversitesi, Denizli, 22 Temmuz 2011

İstikrarlı finansal sistem demek; altyapısı sağlam bir bankacılık sistemine, gelişmiş ve derin para, sermaye ve döviz piyasalarına sahip olmak demektir. Bu da parasal aktarım mekanizmalarının iyi çalışması anlamına gelir. MB'nın aldığı faiz kararlarının fiyatları istikrarlı bir şekilde etkilemesi ancak sağlam bir finansal sistem ile mümkün olmaktadır.<sup>50</sup> Fiyat istikrarı ve finansal istikrar birbirlerini tamamlayıcı iki önemli hedeftir. TCMB, Aralık 2010'da yayınladığı "Finansal İstikrar Raporunda", uyguladığı para politikasının, fiyat istikrarının yanı sıra, finansal istikrarı da hedeflediğini belirtmektedir. Bu iki istikrarın birbirinin tamamlayıcısı olduğu vurgulanmaktadır.<sup>51</sup>

Benzer şekilde IMF Mart 2011'de yaptığı toplantıda merkez bankalarının finansal istikrar konusunda mevcut bazı yetkilerinin fiyat istikrarı amacına eşdeğer bir ağırlıkta finansal istikrar amacı doğrultusunda kullanılması gerektiğini vurgulamış,<sup>52</sup> merkez bankalarının adeta kayıp fonksiyonlarını gözden geçirmelerini ve üretime ne kadar önem atfediliyorsa, finansal şoklara da aynı oranda ağırlık verilmesi gerektiği tavsiyesinde bulunmuştur. Bu bağlamda Türkiye'nin 2008 küresel mali krizden sonra IMF'nin bu uyarısını dikkate aldığı görülmektedir. Krizden sonra küresel ölçekte gözlenen makroekonomik dalgalanmalar, düşük hatta negatif seyreden reel faizler, kısa vadeli sermaye akımlarındaki değişim ve artan kredi hacmi sonrasında ithalat ve dış talebin sanayileşmiş ülke taleplerindeki daralmayabağılı olarak cılız kalması 2010 yılında Türkiye'de cari işlemler hesabının negatif yönde hızlı şekilde artmasına yol açmıştır. Bu gelişmeler karşısında TCMB para politikasını oluştururken finansal istikrarı da küresel konjonktüre uygun bir strateji çerçevesinde ele alma ihtiyacı hissetmiştir. TCMB krizden sonra cari açığın kalitesiz ve kırılgan olan finansman yöntemini değiştirmek için kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmaya ve kredi genişlemesini yavaşlatmaya dayanan bir politika karması izlemeye başlamıştır. Zorunlu karşılık oranları ve faiz politikasını<sup>53</sup> birlikte kullanmaya çalışan merkez

<sup>50</sup> TCMB, **Finansal İstikrar Raporu** I, 2006, s.8

<sup>51</sup> TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Aralık 2010, s.5.

<sup>52</sup> Fatih Özatay, "BDDK ile Merkez Bankası Birleşsin mi?", **Radikal Gazetesi**, 12 Eylül 2011

<sup>53</sup> Merkez bankası Faiz koridoru olarak gecelik borç verme ve borçlanma faizleri arasındaki farkı genişleterek faiz koridorunu aktif bir para politikası aracı haline getirip, faizlerdeki oynaklığını minimize etmeye ve esnek bir faiz politikası izlemeye çalışmaktadır (Başçı, **a.g.e.**, s.5)

bankası<sup>54</sup>, hem bankacılık sistemindeki borç verilebilir fonları doğrudan kontrol etme imkânına kavuşmuş oldu hem de cari açığın finansman yönteminde değişikliğe giderek makrofinansal riskleri azaltma çabası içine girmiştir.<sup>55</sup> Ancak sağlıklı olmayan aktarım mekanizmaları nedeniyle politika sonuçlarını görmek için uzun bir zamana ihtiyaç vardır.

Dünyada giderek finansal istikrara daha fazla önem verilmesi sonucunda meydana gelen bu yeni kojonktorel duruma ‘yeni normal’ adı verilmektedir.<sup>56</sup> Ancak dünya, finansal istikrarsızlığı bugün değil; milenyuma girerken keşfetmiş ve yavaş da olsa gerekli önlemleri alma yoluna gitmiştir. Ancak çalışmaların çoğu sadece kağıt üstünde kalmıştır. 1999 yılında G-7 inisiyatifiyle yalnızca G-7 ülkelerinin üye olduğu ve temel misyonu küresel finansal sistemin kırılganlıklarının tespit edilmesi, finansal istikrara katkı sağlayacak güçlü düzenleyici ve denetleyici politikalar geliştirilmesi ve bu çerçevede ilgili otoriteler arasında gerekli eşgüdüm ve bilgi paylaşımının sağlanması olarak belirlenen "Finansal İstikrar Forumu" (FSF) adlı uluslararası bir platform oluşturulmuştur. 12 Mart 2009 tarihi itibarıyla, üyeleri tüm G-20 ülkeleri, İspanya ve Avrupa Komisyonunu da içerecek şekilde genişletilen FSF, 2 Nisan 2009’da Londra’da yapılan G-20 liderleri zirvesi neticesinde yayımlanan finansal sistemin güçlendirilmesine ilişkin bildiri ile görev tanımı genişletilerek daha kurumsal bir yapıya kavuşturulmuş ve ismi "Finansal İstikrar Kurulu" (FSB) olarak değiştirilmiştir. Bu kurula Türkiye 12 Mart 2009 tarihinde kabul edilmiş ve Genel Kurulda bir üye ile temsil edilmesi öngörülmüştür; söz konusu temsil görevi de TCMB’na verilmiştir. Kurulun amacı, en iyi düzenleyici uygulamalara uyumu teşvik etmek, denetim alanında genel standartlar belirlemek ve üyesi olan otoritelere yol göstermek üzere çeşitli konularda referans niteliğinde kararlar almak ve bunları yayımlamaktır. Küresel krizle birlikte gündeme gelen uluslararası finansal denetim ve gözetim altyapısının güçlendirilmesi ve bu alandaki oluşumlara gelişmekte olan ülkelere daha fazla katılım sağlanması yönündeki adımlardan biri olarak, G-20 Zirve kararları çerçevesinde Basel Bankacılık Denetim Komitesi’ne (BCBS) üye ülke sayısı 13’den 27’ye, üye kurum sayısı ise 25’ten 43’e çıkarılmıştır.

<sup>54</sup> TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2011, s.22-23

<sup>55</sup> Kumcu, **9 Ayda Etki Yapmayan Politika Politika Olamaz**

<sup>56</sup> Durmuş Yılmaz, **2011 Ocak Enflasyon Raporu Basın Toplantısı**, 25 Ocak 2011, Ankara, s.3-4

TCMB de bu kurula kendi bünyesinde kurduğu Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğünce yürüttüğü çalışmalar ile destek vermektedir. Finansal sistemin unsurları içinde geniş hukuksal bir çerçeve ve sağlam kurumsal bir alt yapı şart olduğundan TCMB bu katkıyı yaparken Hazine Müsteşarlığı, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF), Mali Suçları Araştırma Kurumu ve Türkiye Muhasebe Standartları Kurumu gibi organlardan görüş almaktadır.<sup>57</sup> Çünkü Merkez Bankası Türkiye’de finansal istikrardan sorumlu kurumlardan sadece biridir. Gözetim ve denetimden sorumlu diğer kurumlardan farklı olarak finansal istikrara makro açıdan bakmaktadır<sup>58</sup>. Banka bu görevini faiz oranı ve döviz kuru üzerinden gerçekleştirmektedir. Piyasalardaki istikrar ya da istikrarsızlığı ve buna sebep olan hareketleri gözlemleyerek gerekli müdahalelerde bulunmaktadır.<sup>59</sup>

Yukarıda vurgulandığı gibi iç ve dış talep artış hızlarındaki farklılıklar sonucu meydana gelen dış ticaret açıkları kısa vadeli sermaye akımları ile kapatılınca Türkiye için cari işlemler kalemi finansal bir risk unsuru haline gelmiştir. Ayrıca 2010 yılının son çeyreğinde gelişmiş ülkelerin hala genişletici para politikası izlemeye devam etmeleri ve bunun da Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere sermaye akımı şeklinde girmeye devam etmesi karşısında merkez bankası yürüttüğü para politikasını radikal şekilde değiştirmiştir. Merkez bankası ülke içinde fiyat istikrarını sağlamak yanında bir de makro finansal riskleri azaltıcı (macro-prudential)<sup>60</sup> yönde önlemler alma yoluna gitmiştir. Para politikasında karma bir strateji izleyen merkez bankası kısa vadeli faiz oranları ile yetinmemiş, zorunlu karşılık oranları aracını da devreye sokmuştur. Yukarıda da ifade edildiği gibi amaç, kısa vadeli sermaye akımlarının ülkedeki finansal yapıda makro dengesizliklere yol açmasının önüne geçmektir.

---

<sup>57</sup> TCMB, Sıkça Sorulan Sorular, (Çevrimiçi), <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/sss.php>, Erişim: 04.10.2011

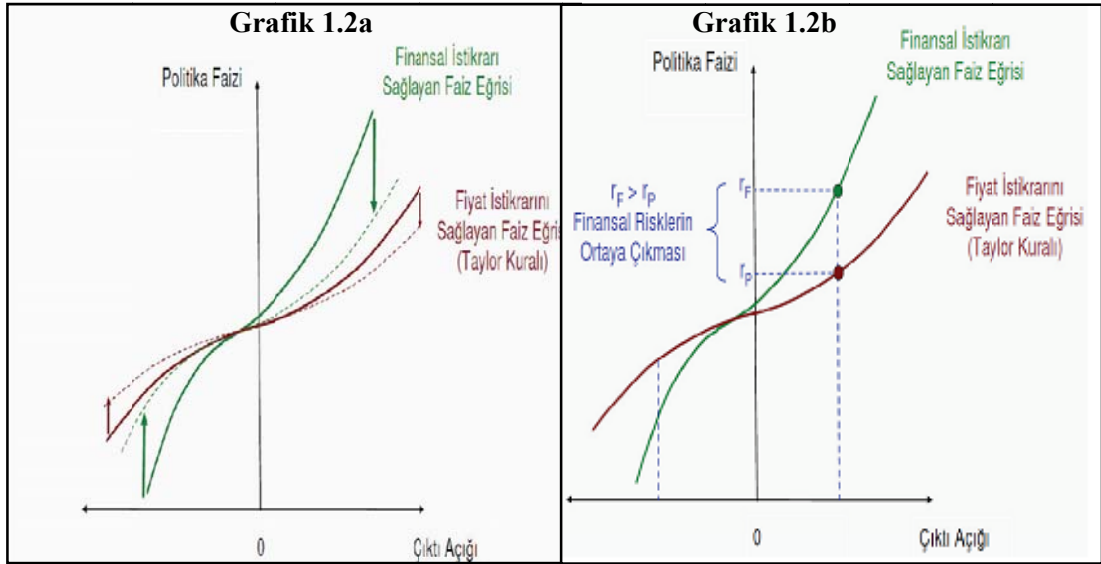
<sup>58</sup> TCMB, **2011 Yılında Para ve Kur Politikaları**, 21 Aralık 2010, Ankara, S.4

<sup>59</sup> Gazi Erçel, “Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri”, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi, Ankara, 14 Kasım 1996, (Çevrimiçi): <http://www.fiyatlari.org/news/Turkiyede-Para-Politikasi-uygulamaları-ve-Etkileri-n1.html>, Erişim: 21.04.2011

<sup>60</sup> Tam Türkçe karşılığı olmayan bu kelimenin “makro öngörü” olarak çevrilmesi doğru olacaktır.

Bilindiği üzere Taylor kuralından<sup>61</sup> merkez bankaları için fiyat istikrarı hedefi doğrultusunda kullanacakları faiz seviyesini çıkarmak mümkündür. Finansal istikrar için de bir faiz seviyesi belirlenebilir. Ancak fiyat istikrarı için gerekli olan faiz seviyesi ile finansal istikrar için gerekli olan faiz seviyesi her zaman denk düşmemektedir. Ekonominin genişleme dönemlerinde fiyatlarda istikrar sağlayan faiz politikası finansal riskleri tamamen yok edememektedir. Daha net ifadesiyle faiz politikası fiyat istikrarı için bir kontrol mekanizması olurken, finansal istikrar için aynı durum söz konusu olmamaktadır.<sup>62</sup>

**Grafik 1.2. Faiz Dışı Politika Araçlarının Kullanıldığı ve Kullanılmadığı Durumlar**



**Kaynak:** TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Aralık 2010, s.50

Hem finansal istikrarı hem de fiyat istikrarını eş anlı olarak sağlayacak bir politika faiz<sup>63</sup> oranını belirlemek bazen mümkün olamamaktadır. Birbiriyle çelişen durumlar ortaya çıkmaktadır. Ekonomide görülecek bir daralma durumunda fiyat istikrarının sağlanması için finansal istikrarı sağlayan faiz oranından daha da yüksek bir faiz

<sup>61</sup> Taylor kuralı (Taylor rule) şu denklemle ifade edilir:  $i = (1 + \delta)\pi + \beta y + r - \delta^*$ ,  $\delta$  ve  $\beta > 0$ ,  $y = (Y - Y_N)/Y$  burada  $i$ ,  $\pi$ ,  $y$  sırayla nominal faizler, enflasyon ve üretimi,  $r$  ise reel faiz oranlarını göstermektedir.

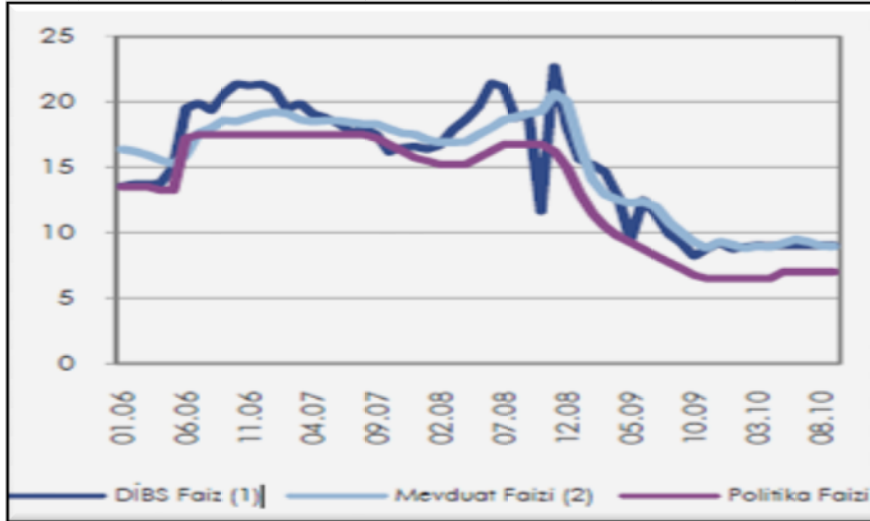
<sup>62</sup> TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Aralık 2010, s.50

<sup>63</sup> TCMB politika faiz oranı olarak bir haftalık repo ihale faiz oranını kullanmaktadır (TCMB, Enflasyon Raporu 2010-III.)

seviyesine ihtiyaç duyulabilmektedir (Grafik 1.2.a). Politika faiz oranının hem fiyat hem de finansal istikrarı sağlayabilmesi amacıyla, faiz dışındaki politika araçlarının kullanılması gerekebilecektir. Bahse konu araçların kullanılması, hem finansal istikrarı sağlayan hem de fiyat istikrarını sağlayan faiz eğrisini yataylaştırarak iki eğri arasındaki marjın daralmasına ve böylelikle her iki amaca da hizmet edilmesine katkıda bulunacaktır (Grafik 1.2b).<sup>64</sup>

Türkiyede finansal istikrar açısından gösterge değer Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) faiz oranlarıdır. Grafik 1.3’de bu faiz oranının 2006-2010 dönemindeki değişimi gösterilmektedir. Buna göre 2006-2008 arasında yatay bir seyir izleyen DİBS oranı ortalama %18 olarak gerçekleşirken, 2008 yılı içinde hem sert düşmüş hem de sert bir çıkışla ülkenin kırılganlığının arttığına dikkat çeken bir seviyeye, %23'lere, çıkmıştır. Daha sonraki dönemde, krizin etkilerinin sönümlenmesi ile, ülkenin finansal kırılganlığının düşük düzeylere indiğini DİBS oranlarının %9'lara inmesinden anlamak mümkündür.

**Grafik 1.3: DİBS, Mevduat ve Politika Faizleri**



**Kaynak:** TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Aralık 2010, s.10

TCMB'na göre iktisadi faaliyetteki toparlanmanın beklenenden yavaş olması, buna bağlı olarak yüksek işsizlik oranları ve küresel finans piyasalarında yaşanabilecek yeni şoklar ileriki dönemlerde finansal istikrara yönelik en önemli riskler olacaktır.<sup>65</sup>

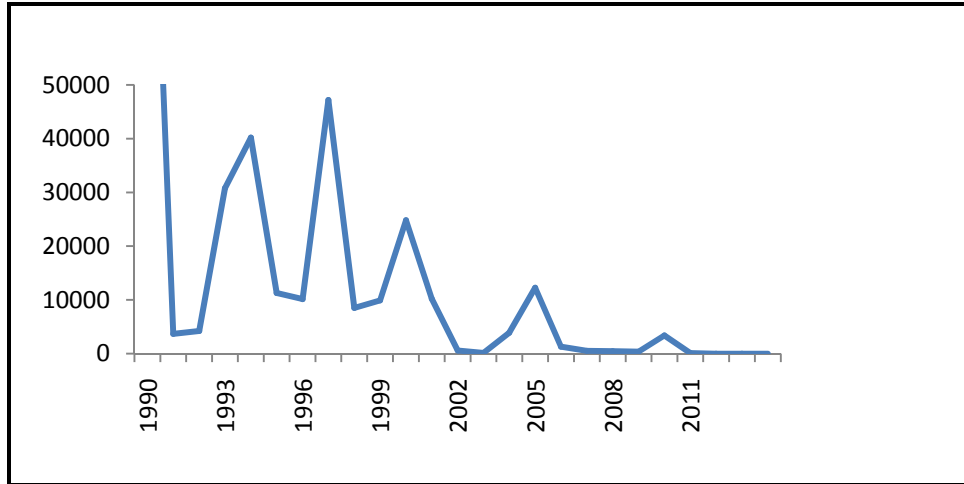
<sup>64</sup> A.e.,

<sup>65</sup> TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Kasım 2009, s.6.

Ancak iktisadi toparlanma hızlı olduğu için bugün Türkiye’de finansal bir risk olasılığı görünmemektedir. Fakat MB’na göre Avrupa’da yaşanan mali sorunlar Türkiye’ye henüz tam anlamıyla olumsuz bir şekilde sirayet etmiş değildir. Olumsuz yansımaların sınırlı kaldığı, ancak söz konusu sorunların önümüzdeki dönemde kontrol altına alınamamasının getireceği küresel finansal istikrarsızlığın Türkiye için en önemli risklerden biri olacağına da dikkat çekilmektedir.<sup>66</sup>

Son olarak Türkiye’de finansal istikrarsızlık için İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) 100 endeksindeki değişkenliği (volatilité) ve döviz kurlarındaki değişkenliği dikkate alarak geliştirilen finansal istikrarsızlık endeksi de DİBS faiz oranları gibi finansal yapının röntgenini çeken bir gösterge değeri niteliğinde olduğu için aşağıda verilmektedir. Değişkenliği ölçen bu endeks değerinde, grafik 1.4’ten görüldüğü gibi, 1994, 1997, 2000 ve 2005 yıllarında önemli artışlar görülmüştür. Bu yıldan sonra endeks oldukça düşük düzeylerde seyretnmiştir. Buradan çıkarılacak sonuç finansal kırılganlığın giderek yok olmaya başladığıdır.

**Grafik 1.4.Döviz Kuru ve Borsa Değişkenliğinden elde Edilen ENDEKS**



**Kaynak:** TCMB, İMKB

<sup>66</sup> TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Mayıs 2010, s.5.

### 1.2.2. Fiyat İstikrarı İle Finansal İstikrar Arasındaki İlişki

Finansal istikrar kavramı yukarıda da değinildiği gibi finansal kurumlarda ve ödeme sistemlerindeki istikrarı, yani şoklara karşı dayanıklılığı ifade etmektedir. Finansal sistemdeki istikrar kaynak tahsisinde etkinliği sağlayarak üretken yatırım alanlarına doğru kaynakların aktarılmasına yardımcı olduğundan önemlidir. Tam tersine finansal istikrarsızlık ise ekonomide krizlerin yaşanmasına ve reel ekonomiye maliyetli faturalar çıkmasına neden olduğu için tehlikelidir. Özellikle 1990'lı yıllarda yaşanan finansal gelişmeler sayesinde bu piyasalarda mali derinleşme (En geniş para arzının GSYİH oranının artması olarak değerlendirilebilir) hız kazanmıştır. Küreselleşme ve iletişim teknolojilerinde meydana gelen ilerleme ve dönüşümler, merkez bankalarının temel fonksiyonlarını etkilemiş, şeffaf, açık ve hesapverebilir merkez bankalarının sadece fiyat istikrarını sağlayarak başarılı olmalarının artık mümkün olamayacağını, merkez bankalarının aynı zamanda finansal istikrarı da sağlamak zorunda oldukları gerçeği açıkça ortaya çıkmıştır.<sup>67</sup> Küreselleşme, finansal liberalizasyon ve teknolojik gelişmeler finansal istikrarı merkez bankalarının en öncelikli gündemi haline getirmiştir.<sup>68</sup> İlerleyen yıllarda merkez bankalarının kanunlarında değişikliğe gidilerek, temel görev kısmına “finansal istikrar ve fiyat istikrarı eşanlı şekilde sağlanır” ibaresinin yer alması muhtemel görünmektedir.

Birçok merkez bankası para politikasını yürütmede araç bağımsızlığı kazanmasına rağmen, ticari bankaların gözetim ve denetimi kendileri dışında tutulduğu için fiyat istikrarı ve finansal istikrarın birlikte ele alınıp bu yönde politikalar geliştirilmesi zaruret arz etmektedir. Çünkü etkin ve güçlü bir finansal yapı para politikası uygulamalarında yardımcı bir unsurdur ve dışsal şokların atlatılması noktasında gerekli esnekliği merkez bankasına sağlamaktadır.<sup>69</sup>

---

<sup>67</sup> Küresel krizden önce finansal istikrara önem verilmiyor değildi. Örneğin Nisan 2001 yılında değişen TCMB yasasının 4.madesinde bankanın temel görevleri arasında finansal istikrarı sağlayıcı tedbirleri almak” ifadesi kullanılmıştır. Ayrıca 1990'lar boyunca koyduğu parasal programlarında zaman zaman finansal istikrarı fiyat istikrarının önüne aldığı da olmuştur. Fakat bizim bildiğimiz TCMB'nin ve diğer dünya merkez bankalarının küresel krizden önce finansal istikrara fiyat istikrarı kadar önem vermedikleridir.

<sup>68</sup> TCMB, Sıkça Sorulan Sorular, (Çevrimiçi), <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/sss.php>, Erişim: 04.10.2011

<sup>69</sup> TCMB web sitesi, [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr), Erişim tarihi: 09.03.2011.



TCMB finansal istikrarı sağlamak için kullanılması gereken politika araçları içinde birinci önceliği “bankalar zorunlu rezerv oranı” aracına verirken, fiyat istikrarını sağlamak söz konusu olduğunda kullanılması gereken öncelikli para politikası aracı “kısa vadeli faiz oranları” politikası olmaktadır.<sup>70</sup> Hem finansal istikrar hem de fiyat istikrar için kullanılması gereken diğer üç araç Tablo 1.5c’de gösterilmektedir. Tabloya göre finansal istikrar için kullanılacak öncelikli politika araçları sırasıyla zorunlu rezerv oranı, parasal tabanın yönetimi ve kısa vadeli faizler şeklinde belirlenirken; fiyat istikrarı için kullanılacak ilk üç politika aracı kısa vadeli faizler, parasal tabanın kontrolü ve bankalar zorunlu rezerv oranı olarak belirlenmektedir.

**Tablo 1.5c. Finansal İstikrar ve Fiyat İstikrarı İçin Para Politikası Öncelikleri**

| <b>Finansal İstikrar İçin Politika Öncelikleri</b> | <b>Fiyat İstikrarı İçin Politika Öncelikleri</b> |
|----------------------------------------------------|--------------------------------------------------|
| 1. Bankalar Zorunlu Rezerv Oranı                   | 1. Kısa vadeli faiz oranları politikası          |
| 2. Yerleşik Paranın Likidite Yönetimi              | 2. Yerleşik Paranın Likidite Yönetimi            |
| 3. Kısa vadeli faiz oranları politikası            | 3. Bankalar Zorunlu Rezerv Oranı                 |

**Kaynak:** Erdem Başçı, “The Turkish Experience”, Bank of Indonesia and IMF Joint Conference on Coping with Asia’s Large Capital Inflows in a Multi-Speed Global Economy, Bali, Indonesia, March 11 2011, s.11

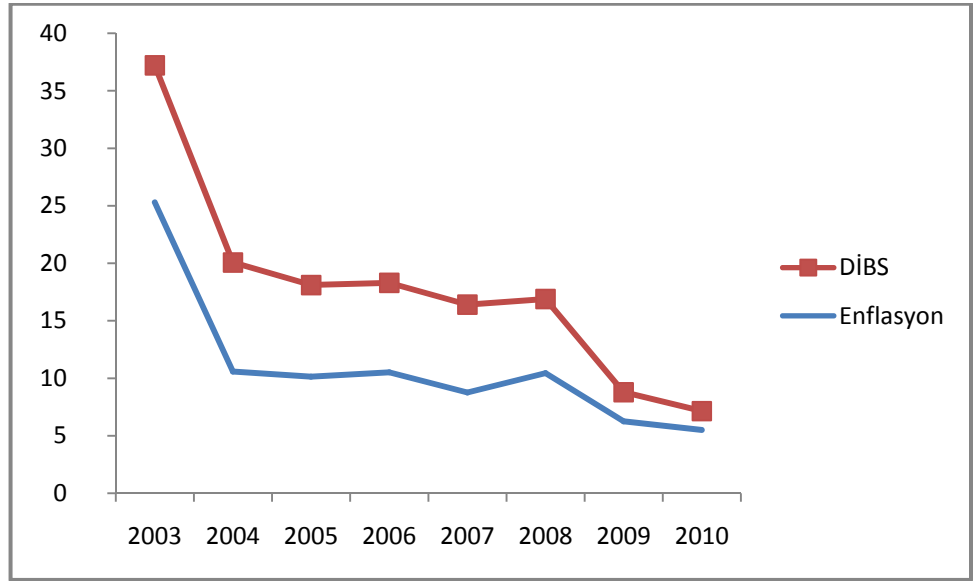
2008 küresel mali krizden sonra yeni dönemde merkez bankalarının para politikası uygulamaları genelde “politika karması “ şeklinde olmuştur. Politika karması tabloda görüldüğü gibi kuraldan ziyade duruma göre müdahale etme seçeneğini masada tutma şeklinde değerlendirilmektedir. Örneğin diyelim ki bir A bankası hem fiyat istikrarı hedefinden ödün vermek istemiyor hem de dışsal şoklarla finansal kırılganlık ihtimalini makroekonomik göstergelerden tespit ediyor. Bu durumda A bankası sadece kısa vadeli faiz oranları politikası ile yetinmeyecek bunun yanında bir de bankalar zorunlu rezerv oranı politikasını devreye sokacaktır. Bu politikaların da işlevsiz kalması durumunda sırasıyla 2 ve 3 nolu araçları devreye sokabilecektir.

<sup>70</sup> Erdem Başçı, “The Turkish Experience”, Bank of Indonesia and IMF Joint Conference on Coping with Asia’s Large Capital Inflows in a Multi-Speed Global Economy, Bali, Indonesia, March 11 2011, s.12.

Bu bağlamda son dönemde TCMB'nin uyguladığı para politikasının temel hedefi hala enflasyon hedeflemesi olmasına rağmen, kullandığı araç sayısında çeşitliliğe gitmiş ve haftalık repo faiz oranları yanında karma bir politika izleyerek zorunlu karşılıklar uygulamasına da sık sık başvurmuştur.<sup>71</sup>

Grafik 1.5, fiyat istikrarı temsili endeks değeri olan Tüketici enflasyonu ile finansal istikrar için gösterge niteliğinde olan DİBS reel faiz oranlarını birlikte sunmaktadır. Grafiğe göre DİBS ve enflasyon dönem boyunca paralel bir seyir izlemiş, ancak özellikle 2008 yılından sonra aralarındaki makas giderek kapanmıştır. Bunda en büyük pay DİBS oranlarının aşağı çekilmesidir. Çünkü Türkiye'nin bu dönemde finansal kırılganlığı giderek azalmıştır. Uluslararası fon sahiplerinin Türkiye'den istedikleri risk primi olan reel faiz oranları da bu yüzden giderek azalmıştır.

**Grafik 1.5. DİBS Reel Faiz Oranları ve Enflasyon (2003-2010)**



**Kaynak:** TCMB

Şekil 1.1'de fiyat istikrarı ve finansal istikrar için uygulanması düşünülen politikaların enflasyon ve kredi genişlemesi üzerine olan muhtemel etkileri birlikte gösterilmektedir. Enflasyonla mücadele amaçlı ve makrofinansal riskleri yok eden politika uygulamaları optimum olarak belirlendiğinde, enflasyon ne hızlanan ne de yavaşlayan bir noktada gerçekleşmektedir. Şekilden görüldüğü gibi enflasyonu

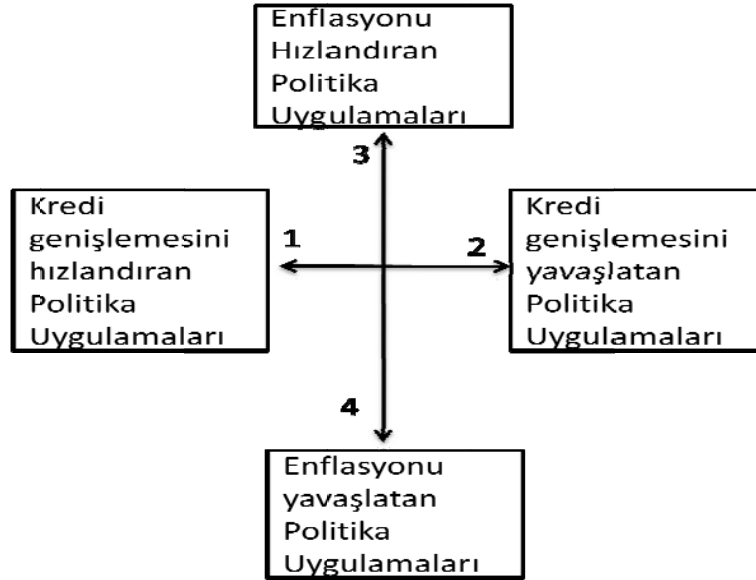
<sup>71</sup> A.e., s.13.

hızlandıran politikalarla kredi genişlemesini hızlandıran politikalar birbiriyle ters orantılı çalıştığından, fiyat istikrarını ve finansal istikrarı eşanlı olarak sağlamak tek para politikası aracı ile kolay görünmemektedir. Bununla birlikte merkez bankasına göre bu iki hedefin tutturulması için yerel hükümet ve diğer devlet kurumlarının ortak çalışması büyük önem arz etmektedir. Bu bağlamda para politikası dışında kalan diğer karar verici kesimin aşağıdaki uygulamaları;

- a. Mali disiplin,
- b. Hane halklarına yabancı döviz kısıtlamaları,
- c. Yerel para bono piyasası düzenlemeleri,
- d. Değer/miktar kısıtlamaları,
- e. Kredi kartı borç kısıtlamaları konularında alınacak önlemler

Merkez bankası politika karması ile birleştirildiğinde temel hedefler olan fiyat istikrarı ve finansal istikrara ulaşılması noktasında hayati rol oynamaktadır.<sup>72</sup>

**Şekil 1.1. İki Hedef İki Araç**



**Kaynak:** Tarafımızca, Erdem Başçı, “The Turkish Experience”, Bank of Indonesia and IMF Joint Conference on Coping with Asia’s Large Capital Inflows in a Multi-Speed Global Economy, Bali, Indonesia, March 11 2011, s.12 referans alınarak hazırlanmıştır.

<sup>72</sup> A.e., s.19.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası yeni politika karması hakkında kamuoyunu yeterince bilgilendirmek ve kullandığı araçları şeffaf şekilde raporlamakla mükelleftir. Çünkü hem enflasyon hedeflemesi rejiminde hem de finansal istikrar için iletişim ve şeffaflık, beklentilerin yönlendirilmesi anlamında önem arz etmektedir. Bu yüzden 2010 yılından bu yana uygulanmakta olan alternatif para politikası yaklaşımı ile bir yandan fiyat istikrarına önem veren öte yandan da finansal istikrarın zorunlu olması dolayısıyla, enflasyon hedeflemesi için kullandığı araçların sayısında artışa giden merkez bankasının bu yeni politikasını iktisadi bireylerin kavraması ve reaksiyon göstermesi kolay olmayacaktır. Kısa vadeli faizlerle birlikte zorunlu karşılıkları da aktif bir politika olarak uygulayan bankanın bu yeni politikasını iktisadi birimlerin kavraması zaman alabileceğinden, iktisadi birimlerin ilk etapta, sanki merkez bankası finansal istikrarı fiyat istikrarına tercih ediyormuş gibi algılamaları olasılığı düşünülerek, asimetrik enformasyona yer bırakmayacak şekilde bankanın iletişim kanallarını devreye sokması zaruret arz etmektedir.

Sonuç olarak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın artık iki amacı vardır. İki amaç da tek değişkenle gerçekleştirilememektedir. Fiyat istikrarı ve finansal istikrarı dengede tutacak bir faiz oranı her zaman aynı olmamaktadır. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde finansal istikrar ile fiyat istikrarını bir arada tutacak faiz oranları arasındaki makas daha da geniş olabilmektedir. Hızlı büyüme döneminde fiyat istikrarı için düşük faiz oranı yeterliyken bu faiz oranı finansal riskleri arttıran bir olumsuz unsur olabilmektedir. Bu bağlamda TCMB, finansal istikrar amacına ulaşmak için iki ara hedef seçmiştir: Hızlı kredi genişlemesini frenlemek ve kısa vadeli sermaye girişlerini yavaşlatmak.<sup>73</sup> Bu iki amacı gerçekleştirmek için kullandığı araçlar repo faiz oranı, zorunlu karşılık oranları ve faiz koridoru aralığıdır.<sup>74</sup> Bu araçlar bölüm 1.4'te detaylı şekilde ele alınmaktadır.

### **1.3. TÜRKİYE'DE MERKEZ BANKACILIĞI**

Türkiye'de bir ulusal merkez bankası kurulmasının fikri temelleri İttihat ve Terakki zamanında atılmıştır. Bu dönemde kurulan “İtibar-ı Milli Bankası” ileride Osmanlı Bankası'nın yerini alacak bir devlet bankası namzeti olarak görülüyordu. Ulusal bir

<sup>73</sup> Fatih Özatay, “Nasıl Oluyor da Oluyor? Para Politikası (4)”, **Dünya Gazetesi**, 23 Mayıs 2011

<sup>74</sup> Faiz Koridoru genişliği=MB gecelik borç alma ve borç verme faiz oranları arasındaki fark

merkez bankasının kurulması girişimleri Cumhuriyetin ilk yıllarında yeni bir evreye girmiştir.<sup>75</sup>

TCMB kurulmadan önce imtiyazlar devlet eliyle Osmanlı Bankası'na verilmişti. Merkez Bankası olma özelliğini kısa süreliğine İş Bankası da yerine getirmiştir. Türkiye'de ulusal bir merkez bankası uzun ve meşakkatli bir süreçten sonra ancak 1930 yılında kurulabilmiştir. "Türk Parasının Kıymetini Koruma" kanunu çıkartıldıktan sonra Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası 11 Haziran 1930 tarih ve 1715 sayılı yasa ile kurulmuştur. 1 Ocak 1932'de de resmen çalışmaya başlamıştır.<sup>76</sup>

TCMB bir anonim ortaklık olarak kurulmuştur. İlk kurulduğunda Merkez Bankasının bağımsız olmasına özen gösterilmiş ve hazinenin bankadaki hissesi % 25 ile sınırlandırılmıştır. Yaklaşık 40 yıl yürürlükte kalan 1715 sayılı merkez bankası kanunu bu süre zarfında 22 kez değişikliğe uğramıştır. Değişikliklerde temel amaç KİT ve hazineye daha fazla kredi vermek olmuştur. 14 Ocak 1970'te 1211 sayılı kanunda yapılan ilk değişiklikle hazinenin bankadaki hissesi % 51'e çıkartılmıştır. Hazine payının artırılması merkez bankasının görece bağımsızlığını azaltmıştır. Banka hükümete bağımlı hale gelmiştir. Türkiye'nin kronik enflasyon tarihinin de başladığı yıllara denk düşen bu yasa değişikliği sonucunda, merkez bankası bütçe açıklarını finanse etmek üzere hazineye kredi açan bir banka haline getirilmiştir. Hükümetin artan iç ve dış borçlarını gevşek maliye politikası ile kapatmaya çalışması sonucu artan bütçe açıkları, merkez bankası tarafından para basılarak finanse edilmiştir.<sup>77</sup> Ancak bu dönemde izlenen maliye ve para politikasının sabit döviz kuru ile tutarsız olması sonucu hükümet sık sık devalüasyonlara giderek, artan cari işlemler hesabını denkleştirmeye çalışmıştır. Bu yasa 2001 yılına kadar yürürlükte kalmıştır. Nisan 2001'de merkez bankasının hazineye borç vermesi kanunla yasaklanmıştır. Böylece modern merkez bankacılığının en önemli özelliği olan araç bağımsızlığı vasfı, bu tarihten sonra TCMB için de geçerli hale gelmiştir.

---

<sup>75</sup> TCMB, (Çevrimiçi) [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr), Erişim: 05.10.2011

<sup>76</sup> Gazi Erçel, "Bulgaristan Merkez Bankası'nın 120. Kuruluş Yıldönümü Münasebetiyle Yapılan Konuşma", **TCMB Konuşmalar**, Sofya, 26 Ocak 1999, (Çevrimiçi), <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/1999/bulgmb1.html>, Erişim: 23.11.2011.

<sup>77</sup> Fatih Özatay, Nasıl Oluyor da Oluyor Finansal Krizler-1, **Dünya Gazetesi**, 3 Ağustos 2011

Aşağıda Tablo 1.5a’da dönemler itibari ile TCMB’nin temel amaçları toplu halde gösterilmiştir. Buna göre 1930-1970 dönemindeki temel amacın ülke kalkınmasını örgütlemek olduğu, 1970-2001 dönemindeki amacın da bütçe açıklarını finanse etmek olduğu açıkça görülmektedir.

**Tablo 1.5a. TCMB’nin Dönemlere Göre Temel Amaçları**

| Dönem     | Temel hedef                         |
|-----------|-------------------------------------|
| 1930-1970 | Ülkenin kalkınmasına yardımcı olmak |
| 1970-2001 | Bütçe açıklarını finanse etmek      |
| 2001-     | Fiyat istikrarını sağlamak          |

**Kaynak:** Yazarın kendi derlemesidir.

Şimdi dönemler itibari ile TCMB’nin kurulması aşamalarını kronolojik olarak analiz edelim:

### **1.3.1. Osmanlı Dönemi**

Osmanlı Döneminde para arzının kontrol edilmesi, kredi hacimlerinin, altın ve döviz rezervlerinin yönetilmesi, devletin iç ve dış borç ödemelerinin gerçekleştirilmesi, hazine, darphane, bedesten, sarraf ve loncaların farklı görevlerle bir araya gelmesiyle gerçekleştirilmekteydi. Osmanlı parası Venedik, Floransa, Macaristan ve Memluk paraları ile birlikte İmparatorluk sınırları dâhilinde dolaşımda idi. İlk Osmanlı Akçesi 1326 yılında, ilk altın sikke ise 1477 yılında bastırıldı. “Kaime” adındaki ilk banknotlar 1843 yılında bastırıldı.<sup>78</sup>

1844 yılında “Mecidiye” adında yeni altın ve gümüş paralar bastırılarak iki metalli bir para sistemine geçildi. Osmanlı devleti parasının değerini sabit tutmak için Galata Bankerleri olan Alleon ve Baltazzi ile bir anlaşma yaptı. Buna göre Osmanlı’nın İngiltere ve Fransa’ya yapacağı ödemelerin sabit kur üzerinden yapılması istendi. Amaç Osmanlı parasının değerinde istikrar sağlamaktı.

<sup>78</sup> Bu kısım genel olarak TCMB web sitesindeki ‘tarihçe’ kısmından alıntılanmıştır, (Çevrimiçi), <http://www.tcmb.gov.tr/>, Erişim: 03.02.2011

İlk yurtdışı borçlanması Kırım Savaşı (1853-1856) nedeniyle 1854 yılında yapmış olan Osmanlı kendi bünyesindeki azınlık gurubu olan Galata Bankerlerinden Fatih'in İstanbul'u almasından beri borçlanmaktaydı. Borç sarmalı, 1840 yılında yüzde 8 faizle çıkarılan "kaime"lerin (kağıt para) yüksek reel getirisini bilen Avrupalı yatırımcının yüksek risk taşımasına rağmen Osmanlı'ya borç vermeye devam etmesi ile sürüp gitmiştir. Çünkü o zamanlar Avrupalıların kendi piyasalarında yüzde 3'ün üzerinde faiz geliri elde etmeleri mümkün değildi. Bu açıdan Osmanlı Devleti cazip bir gelir kapısı olmuştu. Osmanlı Devleti 1854-1875 arasındaki dönemde 16 kez istikraz (borç alma) yapmıştır.

1847 yılında hükümetin izni ile Galata Bankerleri Bank-ı Dersaadet (Dersaadet Bankası) adı ile Osmanlı tarihinde ilk defa dış ödemeler görevini üstlenen bir banka kurdular. Daha sonra 1856 yılında İngiltere sermayeli ve merkezi Londra olan, Osmanlı İmparatorluğu ile Avrupa devletleri arasında aracılık yapacak, Osmanlı Bankası'nın (Ottoman Bank) kurulması ile devlet bankası ihtiyacı giderilmiş oldu. Osmanlı Bankasının çok geniş görevleri yoktu. Düşük limitte kredi vermek, hükümete avans vermek ve hazine bonolarını iskonto ettirmek gibi az sayıda görevi vardı. Osmanlı Bankası 1863'te kendini feshederek Bank-ı Osmanii Şahane adıyla yeniden kuruldu. Bu kez İngiliz ve Fransız sermaye ortaklığı ile yeniden kurularak devlet bankası oldu. Banknot basma görevi ve tekeli otuz yıl süreyle Bank-ı Osmanii Şahane'ye verildi. Kendisi ayrıca banknot basmayacaktı. Yalnız protokol gereği, Osmanlı hükümeti de bankanın karına ortak olmayacaktı. Yapılan anlaşma gereği, Bank-i Osmani-i Şahane altının üç katı kadar banknot basabilecekti. Bunlar dışında bu bankadan aşağıdaki görevleri de yerine getirmesi beklenmekteydi:

- Devletin haznedarlığını yapmak,
- Hazine'nin ödemelerini yerine getirmek,
- Devlet gelirlerini tahsil etmek,
- Hazine bonolarını iskonto ettirmek,
- İç ve dış borçlara ilişkin faiz ve anapara ödemelerini yapmak.

1879 yılında iki metalli para sistemi terk edilerek Osmanlı altın parasının yeni ve tek para birimi olarak geçerliliğini korumasına karar verildi. 1916 yılında yürürlüğe

giren Tevhid-i Meskukat Kanunu altına dayalı tek metalli para sistemini öngörüyordu. Para birimi “kuruş” oldu. 1 lira 100 kuruşa eşitlendi. Osmanlı Bankası hükümetle olan imtiyaz sözleşmesini 1875 ve 1895’te iki kez yenilemiştir. Kuruluş temelinde Osmanlı’nın Batı’ya eklemlenmesi olan Osmanlı Bankası, zamanla ülkede kurulan Duyun-u Umumiye İdaresi ile birlikte Osmanlı’nın dış borçlarını ödemek ve yönetmek gibi görevler de üstlenmiştir. Banka ve şubeleri vergiden muaf tutulmuş, “devlet içinde devlet” olmuştur.

İkinci meşrutiyetle birlikte ulusal bankacılık girişimleri tekrar hız kazanmaya başlamıştır. Mithat Paşa tarafından 1863 yılında kurulan Ziraat Bankası ve 1886 yılında kurulan Emniyet Sandığı dışında yerli bankalar kalıcı olamamıştır. Osmanlı Bankası gibi bu yerli bankalar da yabancı sermaye ile kurulmuştu. Merkez Bankası görevini üstlenecek, para arzını düzenleyecek bir bankanın kurulması İttihat ve Terakki Partisi’nin 1914 yılında savaşa girerken gündeminde olmasına rağmen savaş yıllarında bunu gerçekleştirerek zor olmuştur. Bu yüzden siyasi bağımsızlık ve benzeri amaçlarla 1917 yılında Osmanlı İtibari Milli Bankası kuruldu. Banka, sanayi tarım ve bayındırlık kesimlerini kredilendirmekle görevlendirilmişti. 1908’den sonra ekonominin ulusallaşması adına kurulan diğer bankalar şunlardır: İslam Ticaret Bankası, Konya Milli İktisat Bankası, Manisa Bağcılar Bankası. İşgal kuvvetlerince İtibari Milli Bankasına 1918’de el konulmuştur.<sup>79</sup>

Bağımsızlık kazanıldıktan sonra İtibari Milli Bankası 1924 yılında İş Bankası ile birleştirildi. Amaç 1925’te imtiyaz süresi dolan Osmanlı Bankası’nın yerine İş Bankası’nı Merkez Bankası yapmaktır. Bu amaçla 1927 yılında İtibar-ı Milli Bankası’nın hisse senetleri olduğu gibi Türkiye İş Bankası’na devredilmiş ve devlet de Türkiye İş Bankası’nın hissedarları arasına katılmıştır.

Bu kadim Osmanlı Bankası herhangi bir yabancı banka statüsünde 1995 yılına kadar faaliyetlerini sürdürdükten sonra Garanti Bankası tarafından satın alınarak tarihin sayfalarındaki yerini almıştır. Beyoğlu’ndaki banka binası daha sonra Garanti Bankası tarafından müzeye çevrilmiştir.

---

<sup>79</sup> Gülten Kazgan, **Tanzimat’tan 21.Yüzyıla Türkiye Ekonomisi**, Bilgi Üniversitesi Yayınları, 4. Baskı, İstanbul, 2009, s.48



### **1.3.2. Cumhuriyet Dönemi**

1923 yılında toplanan İzmir İktisat Kongresi'nde devletin bankacılık politikasını belirleyecek Ulusal bir devlet bankası kurulması görüşü benimsenmişse de içinde bulunan şartların gereği banka ancak 1930 yılında kurulabilmiştir. Bu yüzden de Merkez bankası kurulana kadar Osmanlı Bankası banknot basımına devam etmiştir.

1924 yılında Osmanlı Bankasını devletleştirmek için bazı girişimlerde bulunan hükümet, mali şartların elverişsizliğinden bu girişimi gerçekleştirememiştir. Bu yüzden hükümet aynı yıl banka ile 1935 yılına kadar sürecek yeni bir anlaşma yaparak banknot ihraç imtiyazının banka eliyle devam etmesini sağlamıştır. Zaten banka savaş ve mütareke dönemlerinde çalışmalarını minimum düzeyde gerçekleştirmekteydi. Bu arada hükümet bir yandan da, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın kurulması çalışmalarına ağırlık vermeye başlamıştı. Hükümetle Osmanlı bankasının yapmış olduğu anlaşmanın diğer önemli kısımları şunlardı: 1) Banka tarafından hükümete açılacak avans miktarı 1,5 milyon liradan 5 milyon liraya çıkarılmıştır. Ancak bu parasallaşma olgusu beraberinde enflasyonist baskılar doğurmuştur. Bu yüzden 1923-1929 arası dönemde enflasyon yıllık ortalama yüzde 3,1 olarak gerçekleşmiştir. 2) Banka banknot çıkarma imtiyazına sahip olmaya devam edecekti, ancak banknotların altın karşılığı üçte bir ile sınırlandırılacaktı. 3) Banka, Osmanlı döneminde ihraç edilen banknotların Cumhuriyet banknotlarıyla değiştirilmesi işlevini de üstlenecekti. Maliyeti sadece harcanan kağıt ve emeğe ödenen ücret olan bu görev banka için çok külfetli sayılmazdı.

#### **1.3.2.1. Yabancı Uzmanların Merkez Bankası Kurulmasına Dair Raporları**

Merkez Bankası kurma çalışmaları kapsamında Almanya, İtalya ve Fransa'dan uzmanlar getirtilmiş, diğer ülke merkez bankalarının tüzükleri incelenmiş ve bu doğrultuda Türkiye'deki ekonomik durum hakkında Cumhurbaşkanı Mustafa Kemal'e raporlar sunulmuştur.

Çağrılan Alman danışman Türkiye'nin merkez bankası kurmak için yeterli parasal istikrara sahip olmadığını belirtmişti. Bunu Fransız Charles Rist'in tavsiyeleri izledi. 1924-1930 arası dönemde hükümet, Dr. Vissering, Karl Müller, Kont Volpi, Léon Morf ve Charles Rist'e merkez bankası kurulmasına dair raporlar hazırlatmıştır. İş Bankası Genel Müdürü Celal Bayar, Dr Vissering'in Rapor'unda belirttiği yeni bir

devlet bankası kurulması yerine mevcut İş Bankasının Merkez Bankası olarak evrilmesi görüşünü devrin başbakanı İsmet İnönü'ye bir rapor halinde aktarmıştı. Vissering'e göre personel ve teçhizat bakımından donanımlı olan İş Bankası merkez bankasına dönüştürülmeliydi. Ancak Başbakan İnönü merkez bankasının bağımsız bir banka olmasını, diğer ticari bankalarla ilişki içinde olmaması gerektiğini düşündüğü için bu öneriyi red ederek Cumhurbaşkanına sunmamıştır.

III. İnönü Hükümetinin Maliye Bakanı Şükrü Saracoglu'nun çabaları sonucunda Türk parasının istikrarlı olması ve merkez bankasının kurulması hedefi hükümet programına girmiştir. Bu amaçla Alman merkez bankası başkanı Hjalmar Schacht ve arkadaşı Karl Müller incelemeler için Türkiye'ye davet edilmiştir. Müller ve Schacht'ın sundukları rapora göre; kamu mali yapısının zayıf olması ve üretim düzeyinin düşük olması Türkiye'de bir merkez bankası kurulmasını zorlaştırmaktadır. Raporda ayrıca parasal istikrarsızlık için reformlar yapılması gerektiği vurgulanmıştı. Rapor bunları söylese de Türkiye'de genel eğilim bir merkez bankası kurulması yönünde idi. Bu amaçla ekonomide bazı tedbirler alınmaya başlanmıştı bile. Öte yandan 1929 yılında Türkiye'ye gelen İtalyan Maliye Bakanı Kont Volpi de diğer iki uzmanın aksine milli bir bankanın acilen kurulmasını tavsiye ediyordu. Benzer konuda görüşü sorulan Osmanlı Bankası ise önceliğin parasal istikrara verilmesi gerektiğini savunmuş ve kendisinin de milli bankanın kuruluş aşamasına iştirak etmek istediğini ve hatta bunun için bir de uzman kişi olarak Prof. Rist'i hükümete önerebileceğini ifade etmiştir. Ancak hükümet öneriyi reddetmiştir.

Tüm bu inceleme ve raporların olduğu dönemde patlak veren 1929 "Büyük Bunalım"ı Türk Lirasının değerini korumayı ve krizden az hasarla kurtulmak için bazı acil önlemlerin alınmasını zaruri kılmıştı. Bu yüzden de merkez bankasının kurulması 1930 yılına kadar beklemiştir.

#### **1.3.2.2. Merkez Bankası Kanun Taslağı**

Yabancı uzman raporlarını değerlendiren Milli Eğitim Bakanı Cemal Hüsnü Taray ve Ziraat Bankası Müdürü Şükrü Ataman, diğer ülkelerin merkez bankası kanunlarını da dikkate alarak "Merkez Bankası Kanun Tasarısını" Mart 1930'da bakanlar kuruluna sunmuştur. Tasarı 25 milyonluk banka sermayesinin devlet, halk ve yabancı şirketlerce karşılanmasını öngörüyordu. Tasarının teknik incelemesi için, daha önce

de Ziraat Bankası Genel Müdürlüğü yapan Lozan Üniversitesi Profesörü Léon Morf görevlendirildi. Morf'a göre eğer halktan ve yabancı şirketlerden kaynak aktarılması zorunlu hale getirilirse ekonominin gidişatı kötüleşebilirdi. Bunun için dışarıdan borç alınmasını tavsiye eden Morf paranın değerinin korunması için bir de istikrar fonu kurulmasını istemişti. Morf bunlarla yetinmeyip, kağıt paraların hükümetin sorumluluğunda, altın karşılığı banknotların ise Emisyon Bankası'nda olacağı dualist bir yapı tavsiye etmişti.

Hükümet Morf'un önerilerini ve diğer görüş ve raporları değerlendirdikten sonra tasarıyı yeni şekliyle Mayıs 1930 sonunda Türkiye Büyük Millet Meclisi'ne (TBMM) sevketti. Aynı tarihlerde Türkiye'ye gelen Prof.Rist ikili yapının sakıncalarını Şükrü Saraçoğlu'na anlatmış, kağıt paraların sorumluluğunun tümüyle bankanın emrine verilmesini tavsiye etmişti (Aslında Rist'in haklılığını bugün Avrupa Merkez Bankası ve birlik üyesi yerel bankalar arasındaki dualist yapıya bakılarak daha iyi anlaşılabilir. Zira ülke içinde para politikalarını yürüten bir merkez bankasının emisyon hakkı olmayınca ne tür sorunların baş gösterebileceği Yunanistan 2010 örneğinde açıkca görülmektedir). Rist'in bu tavsiyeleri doğrultusunda "1715 Sayılı Merkez Bankası Kanunu" son anda değiştirilerek 11 Haziran 1930 tarihinde Meclis'ten geçerek yasalaşmıştır.<sup>80</sup>

---

<sup>80</sup>**1715 Sayılı Merkez Bankası Kanununun Özellikleri:**

- 11 Haziran 1930 tarih, 1715 sayılı Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu uyarınca, Merkez Bankası 15 milyon Türk Lirası sermayeli bir anonim şirket olacak, banknot ihraç etme yetkisini 30 yıllık bir süre için kullanacaktı. Bu süre, bitimine beş yıl kala uzatılabilecekti.
- Merkez Bankasının temel amacı ülkenin ekonomik kalkınmasını desteklemektir. Bu amaçla reeskont oranlarını belirleyecek; para piyasasını ve paranın dolaşımını düzenleyecek; Hazine işlemlerini yerine getirecek; Türk parasının değerini korumak için hükümetle ortaklaşa tüm önlemleri alacaktır.
- Banka'nın hisse senetleri dört gruba ayrılmıştır. A sınıfı hisse senetleri Hükümet kuruluşlarına ait olup, toplam sermayenin yüzde 15'ini geçemeyecektir. B sınıfı hisse senetleri milli bankalara ayrılmıştır. Banka sermayesinin yüzde 10'unu teşkil eden 15000 adet C sınıfı hisse yabancı bankalar ile imtiyazlı şirketlere tahsis edilmiştir. D sınıfı hisse senetleri ise Türk ticaret kuruluşlarıyla Türk uyruklu gerçek ve tüzel kişilere ayrılmıştır.
- Her anonim şirkette olduğu gibi, temel bir organ olarak Hissedarlar Umumi Heyeti vardır. Banka'nın en yüksek yönetim organı 8 kişilik İdare Meclisi'dir. İdare Meclisi "Banka üzerinde tam selahiyet ve murakabe hakkını haizdir. Banka'yı alakadar eden bütün işlerle iştigal" edecektir. Banka 4 kişilik bir Murakabe Komisyonu'na denetlenecektir. Banka'nın en güçlü kişisi İdare Meclisi Reisi'dir. Banka'nın iskonto, reeskont ve faiz hadlerini ve kredi işlemlerini düzenleyecek bir İskonto ve Kredi Encümeni vardır. Banka'nın beşinci organı İdare Heyeti'dir. İdare Heyeti Umum Müdür'ün başkanlığında Umum Müdür Muavini ve Muhasebe Müdürü'nden oluşmaktadır. Umum Müdür, İdare Meclis'nin teklifi ve Bakanlar Kurulu kararıyla Cumhurbaşkanı tarafından beş yıl süre ile tayin edilir

Ancak bankanın faaliyete geçmesi için dövize ihtiyacı vardı. Ülkenin ödemeler dengesi açığı verdiği bir zamanda bu mümkün değildi. Dünyada yaşanan Büyük Buhran da dış kredi bulmayı zorlaştırmıştı. Üstüne üstelik Osmanlı'nın dış borç geri ödemelerinde yaşanan sorunlar yeni kurulmuş genç Cumhuriyet'in kredibilitesini azaltmıştı. Bu yüzden yeni kurulan merkez bankasının ihtiyaç duyduğu dövizin bir kısmı (on milyon Dolar kadar), kendisine tanınan imtiyazlara karşılık American Turkish Investment Corporation (ATIC) tarafından sağlanmıştır. Hükümet ile ATIC arasında yapılan anlaşma gereği kibrit, çakmak ve benzeri yanıcı maddelerin üretimi, ithali, ihracı ve satışı 25 yıl süreyle ATIC şirketine devredilmiş karşılığında da % 6,5 faizle 25 yıl vadeli 10 milyon Amerika Bileşik Devletleri (ABD) altın Doları kredi alınmıştı. Bankanın ihtiyaç duyduğu sermaye temini için ayrıca hükümet, hisse senetlerini Türkiye'de faaliyette bulunan yabancı kuruluşlara, memurlara satmak için kampanyalar ve duyurular yapmıştır. Yabancı bankalar ve şirketler (C) sınıfı, ulusal bankalar ise (B) sınıfı hisse senetlerine büyük ilgi göstermişlerdir.<sup>81</sup>

Merkez Bankası Müdürlüğüne Ziraat Bankası Genel Müdür Yardımcısı Selahattin Çam atanmıştır. 20 Eylül 1931 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe giren banka anasözleşmesinden sonra, kuruluş için gerekli tüm prosedürleri tamamlayan merkez bankası, 3 Ekim 1931 tarihinde Ziraat Bankası binasında faaliyete geçmiştir. Merkez Bankası günümüzde Ankara Şubesi olarak kullanılan hizmet binasına 1933 yılında taşınmıştır. 1930'lu yılların durgunluk atmosferinde faaliyete başlayan merkez bankası bunu kanununa da yansıtmış ve ilk merkez bankası kanununda merkez bankasının temel görevi "Türk devletinin ekonomik kalkınmasını desteklemek" olarak belirlenmiştir.<sup>82</sup>

Merkez bankası yasası 40 yıl kadar yürürlükte kaldıktan sonra 1970'de değişikliğe uğramıştır. Bu süre zarfında değişikliğe uğrayan yasa, genel olarak mevcut hükümetin çıkarlarına hizmet edecek yönde değişikliklere tabi tutulmuş ve hazine ile Kamu İktisadi Teşebbüslerine (KİT) kaynak aktarılması noktasında çabalar sarfedilmiştir. Bu yüzden de bu süre zarfında politik bağımsızlığından ödün vermek

---

<sup>81</sup> Kepenek ve Yentürk, a.g.e.

<sup>82</sup> Erçel, **Bulgaristan Merkez Bankası'nın 120. Kuruluş Yıldönümü Münasebetiyle Yapılan Konuşma**, 1999.

zorunda kalmıştır. Müdahale arttıkça bağımsızlık ikinci plana itilmiştir. Merkez bankasının 40 yılda yaptığı işlevlerin en büyüğü merkezi bütçe borç çevrimine yardımcı olmak olmuştur.

1960'da başlayan planlı dönemle beraber 1715 sayılı yasanın etkin para politikası üretmek için eksik olduğuna karar verilerek, 26 Ocak 1970 tarihinde 1211 sayılı yeni Merkez Bankası Kanunu kabul edilmiştir. Görev ve işlevi yeniden tanımlanan bankanın bu kanunla <sup>83</sup> yetkileri arttırılmıştır. 1211 sayılı kanuna göre MB'nın temel görevleri para ve kredi politikası ile Türk parasının değerini korumaya yönelik politikalar geliştirmek ve uygulamaktır. Kanun ayrıca MB'nın temel amacını "kalkınma planlarını ve hükümet politikalarını desteklemek" olarak belirlemiştir<sup>84</sup>

Uzunca bir süre kamu finansman açıklarını ve KİT'leri fonlayan banka, 1990' yılından sonra fiyat istikrarını amaç edinen bir banka hüviyetine kavuşmuştur. Özellikle, sermaye dolaşımının serbestleştiği ve liberal ticaret politikalarının izlendiği günümüzde merkez bankasının temel görevi ekonomik kalkınmayı desteklemekten çok; yatırımcı ve tüketiciler için bir fiyat istikrarı ortamı sağlamaktır.

24 Ocak 1980 kararlarıyla Türkiye ekonomisinde bir dönüşüm yaşanmış ve TCMB'de bundan nasibini almıştır. İthal ikameci büyüme politikası terk edilerek ihracata dayalı, dışa açık büyümeye geçilmiş ve bu yüzden de her türlü fiyat kontrolleri kaldırılmıştır. Tasarrufları arttırmak için bankaların verdiği kredi ve mevduat faiz tavanları terk edilmiştir. 1983'te mevduatlara yeniden tavan getirilirken, 1988 yılından kontroller yeniden kaldırılmıştır.<sup>85</sup> Bu dönemde MB ithalatı caydıran ihracatı teşvik eden bir döviz kuru politikası izleyerek, kurların enflasyon oranından daha fazla artmasına izin vermiştir.<sup>86</sup> 1989 yılında 32 sayılı kararname ile özel kesime dış borçlanma yolu açılmış, sermaye hareketletine de serbestlik getirilmiştir. Ayrıca hazine ve MB arasında yapılan antlaşma gereği hazinenin merkez bankasından aldığı kısa vadeli borçlanmalara (avans) sınırlama

---

<sup>83</sup> Rüşdü Saraçoğlu, "Türkiye'de Merkez Bankacılığı", **İşletme ve Finans Dergisi**, Ağustos 1993, s.20.

<sup>84</sup> Fatma Doğruel ve A. Suut Doğruel, Türkiye'de Enflasyonun Tarihi, **TCMB ve Tarih Vakfı Ortak Yayını**, İstanbul, 2005.

<sup>85</sup> John Williamson ve Molly Mahar, **Finansai Liberizasyon Üzerine Bir İnceleme**, Çev.: Güven Delice, Liberte Yayınları, 2002, s.42

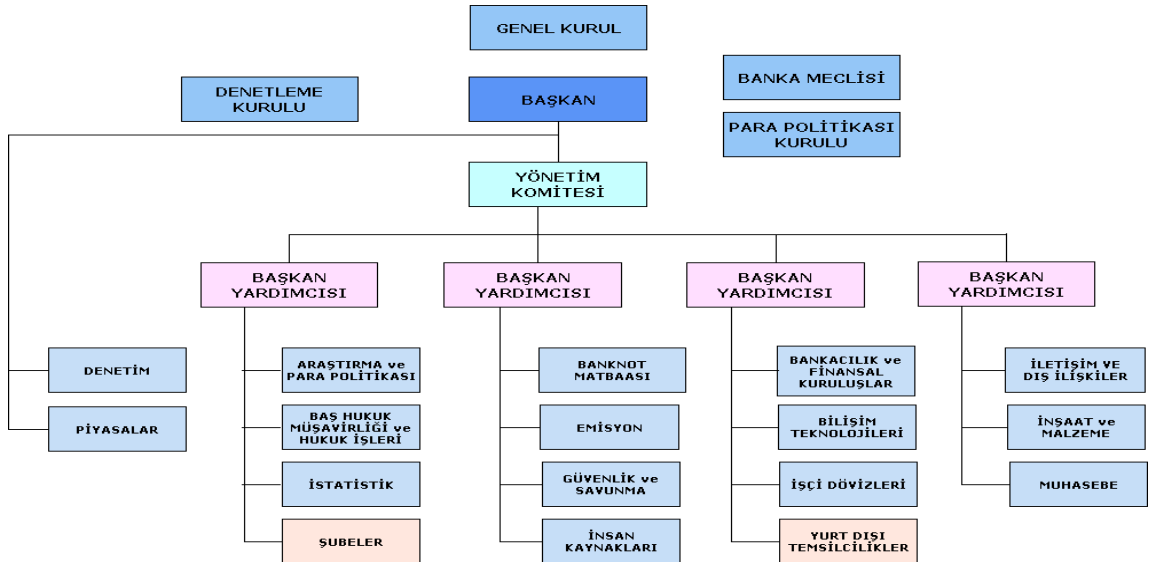
<sup>86</sup> Rıdvan Karluk, **Türkiye Ekonomisi Tarihsel Gelişim Yapısal ve Sosyal Değişim**, Beta Basım, Yayın Dağıtım A.Ş., İstanbul, 1996, s. 31

getirilmiştir. Bunun anlamı şudur: Merkez bankası artık iç varlıklarını kısıtladığı için para yaratmak için dış varlıklara ihtiyaç duyacaktı. İşte bunun yolu da sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile açılmış oldu.<sup>87</sup> Bu değişiklikler sonucunda merkez bankası yeni bir pozisyon alma ihtiyacı hissetmiş ve teknolojik olarak dönüşüm geçirip yeni ve modern bir merkez bankası olma yolunda adımlar atmıştır.<sup>88</sup> Bu dönüşümün ilk işareti merkez bankasının 1990 yılında fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda ilk parasal programını kamuoyuna duyurması olmuştur.

### 1.3.3.TCMB'nin Örgüt Yapısı

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, banka meclisi, banka meclisi başkanı da olan merkez bankası başkanı ve hissedarlar genel kurulunca seçilen 6 üyeden oluşmaktadır. TCMB'nin organları (4651 sayılı kanunda 2001 yılında yapılan değişiklikle) Genel Kurul, Banka Meclisi, Para Politikası Kurulu, Denetleme Kurulu, Başkanlık (Guvernörlük), Yönetim Komitesi olarak belirlenmiştir. Bakanlar kurulu kararı ile atanan başkanın görev süresi beş yıl, dört tane yardımcısının ise üç yıldır.

**Şekil 1.2. Türkiye Merkez Bankası Organizasyon Şeması**



<sup>87</sup>Yakup Kepenek ve Nurhan Yentürk, **Türkiye Ekonomisi**, 22. Basım, Remzi Kitabevi, İstanbul, 2009, s.233.

<sup>88</sup>Erçel, **Bulgaristan Merkez Bankası'nın 120. Kuruluş Yıldönümü Münasebetiyle Yapılan Konuşma**, 1999.

### **1.3.4. TCMB'nin Görev ve Yetkileri**

14.01.1970'de kabul edilen (25.04.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen) 1211 sayılı Merkez Bankası Kanunu'na göre TCMB'nin temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Kanuna göre banka, fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirlemektedir. Ayrıca bankanın, fiyat istikrarını sağlamak amacı ile çelişmemek kaydıyla Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekleyeceği de belirtilmektedir.

#### **1.3.4.1.TCMB'nin Temel Görevleri**

Merkez bankası kanununa göre TCMB'nin temel görevleri aşağıdaki gibi sıralanmaktadır.<sup>89</sup>

- Açık piyasa işlemleri yapmak,
- Hükümetle birlikte Türk Lirasının iç ve dış değerini korumak için gerekli tedbirleri almak ve yabancı paralar ile altın karşısındaki değerini tespit etmeye yönelik kur rejimini belirlemek, Türk Lirasının yabancı paralar karşısındaki değerinin belirlenmesi için döviz ve efektiflerin vadesiz ve vadeli alım ve satımı ile dövizlerin Türk Lirası ile değişimi ve diğer türev işlemleri yapmak,
- Bankaların ve Bankaca uygun görülecek diğer mali kurumların yükümlülüklerini esas alarak zorunlu karşılıklar ve umumi disponibilite ile ilgili usul ve esasları belirlemek (disponibilite uygulaması 2008 yılında kaldırıldı),
- Reeskont ve avans işlemleri yapmak,
- Ülkenin altın ve döviz rezervlerini yönetmek,
- Türk Lirasının hacim ve tedavülünü düzenlemek, ödeme ve menkul kıymet transferi yapmak, sistemlerin kesintisiz işlenmesini ve denetimini sağlayacak düzenlemeleri yapmak, ödemeler için elektronik ortam da dahil olmak üzere kullanılacak yöntem ve araçları belirlemek,

---

<sup>89</sup> TCMB, (Çevrimiçi), [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr), Erişim: 02.01.2011.

- Finansal sistemde istikrarı sağlayıcı şekilde para ve döviz piyasalarına müdahale etmek,
- Mali piyasaları izlemek,
- Bankalardaki mevduatın vade ve türleri ile özel finans kurumlarındaki katılım hesaplarının vadelerini belirlemektir.

2001 yılı merkez bankası için siyasi bağımsızlık anlamında dönüm noktası olmuştur. 1211 sayılı merkez bankası kanununda yapılan bir değişiklikle 1994 yılından beri kademeli olarak sınırlandırılan hazineye avans verme uygulaması diğer kamu kurum ve kuruluşlarını da kapsayacak şekilde tamamen yasaklanmıştır. Bunun tersi de geçerli olup merkez bankası da, hazine tahvillerini birincil piyasadan alamamaktadır. Böylece para politikası araç bağımsızlığı yanında siyasi bağımsızlık da kazanan merkez bankası, hükümetle ortaklaşa enflasyon hedefi belirlemek dışında, para politikalarının yürütülmesinde tek otorite olarak kanunlaşmıştır.<sup>90</sup>

#### 1.3.4.2. TCMB'nin Temel Yetkileri

TCMB hükümet adına kanunla kendisine verilen bazı temel yetkileri kullanmaktadır. Bunlar kısaca şunlardır: <sup>91</sup>

- Türkiye'de banknot ihracı imtiyazı banka tekelindedir.
- Banka, hükümetle birlikte enflasyon hedefini tespit eder, buna uyumlu olarak para politikasını belirler.
- Para politikasının uygulanmasında tek yetkili ve sorumlu mercidir.
- Fiyat istikrarını sağlamak amacıyla uygun bulacağı para politikası araçlarını belirlemeye, kullanmaya ve uygulamaya yetkilidir.
- Olağanüstü hallerde ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonunun kaynaklarının ihtiyacı karşılayamaması durumunda, usul ve esaslara uygun biçimde fona avans vermeye yetkilidir.<sup>92</sup>

---

<sup>90</sup> TCMB, **Bülten**, Mart 2006, s.3.

<sup>91</sup> **A.e.**,

<sup>92</sup> Madde 40- I- a) (25.4.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli) Banka, nihai kredi mercii sıfatıyla ödeme sisteminde aksamalara sebep olabilecek geçici likidite sıkışıklıklarını ve finansal piyasaların etkin bir şekilde çalışmasını engelleyebilecek teknik kaynaklı ödeme sorunlarını gidermek amacıyla, sisteme, teminat karşılığında gün içi veya gün sonu kredi imkanı sağlayabilir.



- Nihai kredi mercii olarak (lender of last resort) bankalara kredi verme işlerini yürütür.
- Bankaların kredi vermede ve mevduat kabulünde uygulayacakları faiz oranlarını bankalardan istemeye yetkilidir.
- Mali piyasaları izlemek amacıyla bankalar ve diğer mali kuruluşlardan istatistiki bilgi istemeye yetkilidir.

Bunlara ek olarak TCMB hükümete danışmanlık görevi de sunmaktadır. Çünkü hükümetin haznedarıdır.<sup>93</sup>Hükümet ve banka ilişkisi başbakan aracılığı ile yürütülmektedir. Kanunda ayrıca bankanın kendisine verilen yetki ve görevlerinde bağımsız olduğu vurgulanmaktadır. Ancak kanunun 42. maddesinde bu bağımsızlık vasfına tezat oluşturacak şu ibare de mevcuttur: ”Başbakan, bankanın işlem ve hesaplarını denetlettirebilir. Başbakanlık bu hususta her türlü bilgiyi bankadan isteyebilir”. Bu durumda TCMB dolaylı yoldan da olsa hükümete bağımlı olmaktadır. Araç bağımsızlığını kullanmada hesap verebilirlik duygusuyla hareket eden MB yeterince bağımsız olamamaktadır.

TCMB, yürüttüğü ve yürütmeyi düşündüğü faaliyetlerine ilişkin her yıl nisan ve ekim aylarında bakanlar kuruluna rapor sunmaktadır. Çünkü MB kamuoyuna karşı enflasyon hedeflemesi taahhüdünde bulunmuştur. Bunun için de öngörülen hedeflerden anlamlı bir sapma olduğunda nedenlerini ve alınması gereken tedbirleri hükümete yazılı olarak bildirmek ve kamuoyuna açıklamak zorundadır.

TCMB, 2005 yılında yapılan değişiklikle Türkiye’de faaliyette bulunan mali kuruluşların müşterilerinin risk durumlarına ilişkin bilgileri toplayarak kurduğu Risk Merkezinde toplamaktadır <sup>94</sup> ve bu bilgileri Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu ve ilgili diğer kuruluşlarla da paylaşmaktadır.

Merkez Bankası, her hafta hesap durumunu bir bülten olarak Resmi Gazete’de ilan eder. Bu bültende altın ve döviz rezervleri, ödenecek ve alacak senetler toplamı ve

---

<sup>93</sup> Merkez Bankası bütün hazine işlemlerini memleket içi ve dışı her nevi para nakil ve havale işlerini ücretsiz yapar.

<sup>94</sup> Risk Merkezinin bütün işlem ve kayıtları gizlidir.

bankanın kendi işlemleriyle ilgili yürürlükteki reeskont, iskonto ve faiz hadleri hakkında son bilgiler yer almaktadır. .

#### **1.4. MERKEZ BANKASININ FONKSİYONLARI**

Günümüzde bir merkez bankasından şu dört fonksiyonu yerine getirmesi beklenir

##### **1.4.1. Para Piyasalarında İstikrar Sağlama**

Ulusal bir merkez bankasından beklenen fonksiyonların başında ülke içindeki ekonomik faaliyetlerin düzenli yürümesi için finansal piyasaları istikrara zorlayıcı kontrol ve politika önermeleri geliştirmektir. Örneğin faiz oranlarının ve menkul kıymetlerin fiyatları sürekli ve yüksek bir volatilité (dalgalanma) ile değişiyorsa böylesi bir ortam fon arz ve talep edenler için güvenli bir ortam olmayacaktır. Düzensiz çalışan finansal piyasalar, finansal kurumların ödemelerde güçlüğü düşme riskleriyle karşılaşma olasılıklarını arttıracak; bu da güvensizliğe yol açacaktır. Güvensiz ortam sermaye piyasası kaynak dağılımında etkinlikten uzaklaşılmasına neden olacaktır. Bunun reel ekonomiye yansımaları büyüme oranlarında düşmeler ve işsizlik olacaktır. Bu mekanizmanın düzenli çalışması için merkez bankasının gerekli araçları gerektiğinde kullanması büyük önem arz etmektedir. 1994 ve 2001 krizlerine giden süreçte merkez bankasının gerekli araçları gerektiğinde kullanmadığı iddia edilmiş ve banka bu yüzden birçok kesim tarafından eleştirilmişti.

##### **1.4.2. Likiditenin Son Kaynağı Olarak Görev Yapma (Lender of Last Resort)**

Finans piyasalarından borçlanamayan yada ödeme güçlüğü çeken ticari bir banka için merkez bankası kaynak bulmada son merci görevini yerine getirmektedir. Böylece sistemdeki riskleri yok etme rolü üstlenmektedir. Merkez bankası likiditenin son kaynağı olarak, gerek duyulduğu her an, özellikle kriz dönemlerinde, bankacılık sisteminin ihtiyaç duyduğu likiditeyi sağlama fonksiyonu görmektedir. Çünkü merkez bankası rezerv yaratma imtiyazını elinde bulunduran bir kurumdur. Likiditenin son kaynağı olma fonksiyonu bankaların aynı zamanda risk alma iştahlarını da arttırmaktadır. Her an reeskont kredisi bulabileceğini düşünen ticari banka, mevduatlara getirilen sigorta garantisi gibi, kar maksimizasyonu çerçevesinde risk düzeyi yüksek finansal işlemlere de başvurabilmektedir.

#### **1.4.3. Devletin Bankacılığını Yapma**

Merkez bankası mali bir kurum olarak devletin borçlarını toplar, saklar, ve gerekli ödemeleri devlet adına yerine getirir. Yani, devletin bankerliği görevini yerine getirir.

#### **1.4.4. Bankaların Bankası İşlevini Yerine Getirmesi**

Ticari bankaların müşterilere sunduğu hizmetlerin benzeri merkez bankası tarafından ticari bankalara sağlanmaktadır. Bankaların rezervlerini tutmak (aşırı ve zorunlu rezervler), kısa vadeli avanslar sağlamak, ticari bankalar üzerinde kontrol ve denetim görevini yürütmek, para piyasalarına yön vererek sistemin gidişatını değiştirmek gibi fonksiyonlarla merkez bankası, bankaların bankası olma görevini yerine getirmektedir.

### **1.5. MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASI ARAÇLARI**

Para politikası araçları, parasal hedeflere ulaşmak için merkez bankasının kullandığı direkt ve dolaylı araçları kapsamaktadır. Merkez bankaları, bu araçları kullanarak para çarpanını (Money multiplier) ve dolayısıyla para tabananını değiştirerek, para arzı ve faiz oranlarını diğer makroekonomik hedefler doğrultusunda değiştirmeye çalışır. Merkez Bankaları üstlendikleri parasal kontrol fonksiyonlarını arzu edilen düzeyde yerine getirmek için kullanabilecekleri bazı araçlara sahiptirler. Bu genel araçlar arasında Açık Piyasa İşlemleri, Reeskont Faiz Oranı, Zorunlu Rezerv Oranı yer almaktadır. Merkez bankası bu araçlarla hem doğrudan ekonomideki fiyatları ve miktarları etkileyebilmekte hem de dolaylı yoldan piyasadaki arz - talep koşullarını değiştirerek fiyat ve miktarları etkileme yoluna gitmektedir. Doğrudan para politikası araçları müdahale amaçlı iken, dolaylı para politikası araçları piyasayı etkilemek üzerine kurulmuştur.

Küreselleşme öncesi dönemlerde merkez bankalarının fiyat istikrarı temel amacı için sadece kısa vadeli faiz oranlarını kullanmaları yeterli oluyorken, günümüzde, özellikle küresel krizden sonra, oluşan yeni dünya konjonktüründe merkez

bankalarının fiyat istikrarı yanında finansal istikrarı da dikkate almaya başlamaları sonucu kullandıkları para politikası araçları çeşitlenmiştir. Merkez bankaları artık birden çok para politikası aracını bir arada kullanabilmektedirler.<sup>95</sup> Bu para politikası araçları kendi içinde doğrudan ve dolaylı para politikası araçları olmak üzere ikiye ayrılmaktadır:

#### **1.5.1. Doğrudan Para Politikası Araçları**

Merkez bankası doğrudan para politikası araçları ile ticari bankalar veya katılım bankalarındaki kredi ve mevduatın fiyat ve miktarını kanuni yollarla kontrol etmektedir. Doğrudan kullanılan Para Politikası (DPP) araçlarına;<sup>96</sup>

- banka kredilerine veya mevduatlarına tavanlar konulması,
- bankaların kredi veya mevduat oranlarına üst limit getirilmesi,
- farklılaştırılmış reeskont oranları,
- disponibilitate uygulamaları,
- finansal araçların portföylerinin yeniden düzenlenmesi,
- tüketici kredilerinin kontrolü,
- hisse senedi ve tahvil alımına yönelik kredilerin kontrolü,
- reklam ve resmi olmayan öğütler,

Örnek olarak gösterilebilir. Doğrudan araçlarla kontrol edilen para politikasına yöneltlen temel eleştiri, rekabet şartlarının piyasanın gizli el kuramı yolu ile değil de, kanunlar ve yasalarla yürütülmesine dayanmasıdır. Açık ekonomilerde kanunlar, regülasyonlar (daha çok denetim ve yönetmelik) anlamına geldiğinden, DPP yöntemleri deregülasyonların olduğu ülkelere sermayenin girişini hızlandırmaktadır. Artan sermaye girişi de kısır döngü halinde deregülasyonların daha da artmasına yol açmaktadır. Bu yüzden iktisat yazınında, merkez bankalarının doğrudan para politikası araçları yerine dolaylı para politikası araçları ile piyasaları doğrudan değil de dolaylı yoldan etkilemesi tavsiye edilmektedir.

---

<sup>95</sup> Yılmaz, **a.g.e.**, s.19

<sup>96</sup>Dilara Ertuğ, “ Türkiye İçin Faiz Oranı Reaksiyon Fonksiyonu ve Taylor Kuralı: Eşbütünleşme Yaklaşımı”, (Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi), Ankara, 2007, S.6.

#### **1.4.2. Dolaylı (Genel) Para Politikası Araçları**

Bu para politikası türünde, para otoritesi olan merkez bankası aracı rolündedir. Bu yüzden doğrudan para politikasında var olan eksik rekabet şartları bu para politikasında söz konusu değildir. Para otoritesi hem esnek hareket etme şansına<sup>97</sup> hem de kolay politika uygulamalarına geçiş yapma şansına sahip olmaktadır. Kayıt dışı finansal yapının kırılmasında, mali aracılık hizmetlerinin gelişen teknolojik koşullarla daha düşük maliyetle gerçekleştirilmesinde büyük kolaylıklar sunan dolaylı para politikası araçları, bu yönleriyle doğrudan para politikası uygulamalarına göre daha etkin ve üstündür. Ayrıca yapısal reformlar yapılarak ekonomide serbest piyasa koşullarının geliştirilmesi, piyasalarda rekabetin sağlanmasına ve faiz oranları ile döviz kurlarının PP açısından önem arzeder duruma gelmesine neden olmuştur.<sup>98</sup> Merkez bankasının en çok kullandığı dolaylı para politikası araçları aşağıda kısaca anlatılmaktadır:

##### **1.4.2.1. Açık Piyasa İşlemleri**

Açık Piyasa İşlemleri (APİ), hazineye ait bono ve devlet tahvillerin merkez bankası aracılığıyla piyasalarda alım ve satımının yapılmasıdır. Alım ve satım işlemleri herkese açık olduğundan APİ adını almaktadır. Merkez bankalarının en yaygın kullandığı para politikası aracı olup kısa dönemde etkin sonuçlar vermektedir. Merkez bankasının bono ve tahvil satması merkez bankası rezervlerinde parasal artışa yol açarken, diğer bankaların rezervlerini azalttığından, ekonomiyi daraltıcı özellik gösterir. Bono ve tahvillerin merkez bankası tarafından satın alınması aynı zamanda piyasaya para sürülmesi anlamına geldiğinden ekonomiyi genişletici, merkez bankası rezervlerini azaltıcı ve diğer banka rezervlerini arttırıcı etkide bulunmaktadır.

Örneğin, merkez bankasının Açık Piyasa İşlemleri ile tahvil alıp piyasaya 500 Milyon TL enjekte etmesi, kısmi rezerv bankacılığının söz konusu olduğu sistemde katlanarak para arzını arttıracaktır. Bundan ötürü APİ merkez bankasının elindeki güçlü ve etkin PP kozlarından biridir.

---

<sup>97</sup> Esnek hareket etmek burada büyük ölçekli alımlarla küçük ölçekli alımları yapabilecek kadar geniş bir marjda hareket serbestisine sahip olmak anlamında kullanılmıştır.

<sup>98</sup> A.e., s.7

Öte yandan Merkez Bankasının ülkeye giren döviz karşılığında piyasaya yerli para sürüp, diğer yandan açık piyasa işlemlerinde hazine kâğıtlarını satarak para arzındaki artışı emmesi **sterilizasyon** olarak adlandırılır.

Merkez bankası APİ’de sadece devlet tahvil ve hazine bonolarını (vadesi bir yıldan kısa olan kamuya ait borçlanma senetleri) alıp satmaktadır. Hazineye ait kıymetli kâğıtların, alım ve satımını yapan merkez bankası bu işlemleri açık piyasada doğrudan satım (ihale ile miktar yada faiz oranı belirleyerek) repo ve ters repo şeklinde gerçekleştirir.

APİ’nin dünyada para politikası aracı olarak kullanılmaya başlanması 1920’lere dayanmaktadır. O dönemde Amerika’da kamu kesimine fon temin etmek amacıyla yapılan bono ve tahvil satışlarının ekonomideki para miktarı üzerinde etkili bir araç olduğu fark edilince, geleneksel olarak kullanılan reeskont politikaları ikinci plana itilerek, piyasaları kontrol etmek için 1920’li yıllarda APİ bir para politikası aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır.<sup>99</sup>

Merkez bankası tarafından açık piyasa işlemleri, savunmaya yönelik (defansif) ve hücumu yönelik (dinamik) olarak uygulanabilmektedir. Merkez bankasının mevcut para arzını korumaya yönelik yaptığı işlemler savunmaya yöneliktir. Buna mukabil, merkez bankasının parasal tabanı değiştirmeye yönelik yaptığı işlemler ise hücumu yönelik işlemlerdir. Ayrıca Outright ve Repo işlemleri olarak APİ’nin iki farklı uygulama şekli daha vardır. Outright işlemlerinde merkez bankası kesin alım ve kesin satım işlemlerini gerçekleştirir. Repo işlemlerinde ise (repurchase agreement) merkez bankası ilerde geri almak koşuluyla hazine kağıdı satın yerine piyasadan likidite toplar. Ters durumda ise (ters repo) piyasaya likidite verir ve piyasadan hazine kağıdı satın alır. Açık piyasa işlemleri yürütme biçimi açısından, kesin alım, kesin satım, repo, ters repo olarak da kendi içinde sınıflandırılmaktadır. .

#### ▪ Kesin Alım ve Kesin Satım

Merkez bankasının banka rezervlerinde ve parasal büyüklüklerde kalıcı yada uzun dönemli bir değişiklik gerçekleştirmek için uyguladığı işlemlerdir.

---

<sup>99</sup> Merih Paya, **Para Teorisi ve Para Politikası**, Filiz Kitabevi, 2.Baskı, İstanbul-1998, s.167.

## ▪ Repo Ters Repo

Repo bir kıymetin ileri bir tarihte belirlenen oranda geri alınması şartıyla yapılan alım işleminin adıdır. Ters repo ise bir kıymetin ileri bir tarihte belirlenen oranda geri alınması şartıyla yapılan satım işlemidir. İşte merkez bankası, banka rezervlerinde ve parasal tabanda meydana gelen geçici değişiklikleri dengelemek adına açık piyasa işlemi olarak repo ve ters repoyu kullanır. Merkez bankası repo işlemleri için iki türlü ihale açabilmektedir.<sup>100</sup>

**a.Miktar İhalesi:** Bu ihale türünde merkez bankası alım yapmak istediği faiz oranını anons eder ve karşı taraftan bu faiz oranından almak istedikleri miktarları bildirmeleri istenir.

**b.Faiz İhalesi:** Kurumlar veya kişiler vermek istedikleri borç para için ne kadar faiz talep ettiklerini teklif olarak merkez bankasına sunarlar. Banka da en düşük faiz oranından başlayarak istediği toplam alım miktarını yakalayınca kadar faiz oranlarını arttırır.

API ekonoik birimlerin beklentilerini de etkilemektedir. Merkez bankası büyük miktarda alım işlemi gerçekleştirdiğinde ekonomik birimler bunu parasal gevşeme olarak okur ve bunun devam edeceğini varsayarak gelecekle ilgili beklentilerini uyarılama yoluna giderler. Bu durum özellikle yatırım kararlarını etkiler. Zira gevşeme politikası beraberinde faizlerin düşmesini getirecektir. Yüksek faizlerde karlılık arzetmeyen birçok yatırım projesi düşük faizler sayesinde karlı olmaya başlamaktadır.

Özetle API sürekli ve kolayca kullanılabilen bir PP işlem tipidir. Kısa dönemde piyasa faiz oranlarında ve likiditesinde değişiklik yapmaya elverişli olduğundan birçok gelişmiş ülkede en çok başvuru alan PP uygulamasıdır. Kısa dönemde etkin sonuç alınması için politikanın uygulandığı ülkede yeterli finansal derinlik, devlete ait menkul kıymetlerin alınıp satıldığı gelişmiş bir piyasa ve ikincil piyasaların da olması gerekmektedir. Çünkü bu ön şartlar yerine getirilmeden merkez bankasının

---

<sup>100</sup> A.e.

piyasaya bir oyuncu gibi girip alım satım işlemi gerçekleştirmesi, fiyat istkrarsızlıklarına ve fiyat dalgalanmalarına neden olabilmektedir. API günümüz iletişim dünyasında yapılan alım ve satım işlemlerin lokal bir bölgede kalmasına mahal vermemekte tüm ekonomiye olan etkisi kısa süre içinde ortaya çıkmaktadır. Esnek olması, MB inisiyatifinde yürütülmesi, kolaylıkla tersine çevrilebilmesi ve gecikme olmaksızın uygulamaya konabilmesi Açık Piyasa İşlemlerinin avantajları; ilk andaki etkilerinin kısmen de olsa bölgesel olması ve tüm ekonomiye zamanla yayılması da dezavantajları olarak sayılabilir. Ancak günümüzde özellikle asimetrik enformasyona eskisi kadar sıklıkla rastlanılmıyor olması API'nin tercih edilmesinin en önemli nedenlerinden biridir.

Türkiye'de API uygulamasına geçiş 1985-86 dönemine denk düşmektedir. Bu dönemde bazı bankaların fazla olan likiditelerini açık durumda bulunan ve likidite ihtiyacı içindeki diğer bankalara aktarma düşüncesi toplam rezervlerin kontrol edilmesini zaruret haline getirmiştir. 1986 yılında gerekli ön koşulların yerine getirilmesi ile API merkez bankasınca etkili bir para politikası aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır.

#### **1.4.2.2.Reeskont Politikası**

Para politikasının genel araçlarından ikincisi de reeskont politikasıdır. Reeskont kredisi merkez bankasının bankacılık sistemine açtığı kredilerdir. Bu kredi için merkez bankasının uyguladığı faiz oranına reeskont faiz oranı denir. İskonto, vadesi gelmemiş bir senet yada tahvilin cari faiz oranından bozdurulup, bugünkü değerinin paraya çevrilmesidir. Bu politika, ticari bankaların ellerindeki senet veya tahvilleri merkez bankasına iskonto ettirerek borçlanmada bulunma şeklinde uygulanmaktadır. Merkez bankası ticari bankalara verdiği kredinin faiziyle oynayarak sistemin toplam parasal tabanını reeskont kredileri yoluyla değiştirme olanağına sahiptir. Aynı zamanda merkez bankası reeskont politikası yoluyla özel bankalara çok önemli bir rezerv kaynağı sağlamış olur.

Merkez Bankası kendi tayin edeceği şartlar dahilinde, bankacılık kesiminin geçici likidite ihtiyacını karşılamak için, itibar edilir saydığı üç imza karşılığında bankaların



ticari senetlerini ve vesikalarını<sup>101</sup> reeskonte<sup>102</sup> edebilmektedir. Bu işlemlerde kullanılacak faiz oranını merkez bankası kendisi belirler. Bu faiz oranı, reeskont oranı olarak geçmektedir. Para politikasına bağlı kalmak şartıyla merkez bankası, kredi limitlerini, yani kredilerin üst sınırını belirleyebilmektedir. Reeskont faiz oranı, makroekonomik dengeler göz önünde tutularak kullanılan, ancak günümüzde önemini yitirmiş bir politikadır.<sup>103</sup>

Buna rağmen reeskont politikası merkez bankasının elindeki önemli para politikası araçlarından biridir. Merkez bankası dolanımdaki para azını kısmak istediğinde reeskont faiz oranını arttırır. Bu durumun iki muhtemel yansıması olacaktır. Birincisi, ticari bankaların merkez bankasından talep ettikleri kredinin maliyeti arttığından bankalar merkez bankasından daha az kredi talep etmeye başlayacaklar. Bu da sistemin toplam kredi miktarının azalmasına, yani para arzında daralma meydana gelmesine sebep olmaktadır. İkincisi de, artan kredi maliyetlerinden dolayı ticari bankaların borç talep eden kesimlere karşı kredi faizlerini yükseltmesidir. Bu mekanizmanın da sonucunda kredi talepleri azalır ve para arzında daralma meydana gelir. Reeskont oranının düşürülmesi de tam aksine kredi hacminin artmasına ve para arzının genişlemesine yol açmaktadır.<sup>104</sup>

Reeskont işlemleri iki yöntemle gerçekleştirilmektedir: Birinci yöntemde, bankalar portföylerinde bulunan, vadesi henüz dolmamış iskonto edilmiş senetleri merkez bankasına cari faiz oranından yeniden iskonto ettirirler. İkinci yöntem de ise avanslar devreye girer. Bankalara senetler karşılığında belirli faiz oranından kredi verilir. Böylece merkez bankası reeskont politikasını kullanarak bankaların borçlanma isteklerini istediği yönde kontrol etme imkanına kavuşmuş olur. Bu da merkez bankasını para arzı konusunda otorite kılmaktadır. Çünkü reeskont oranındaki değişiklikler para arzı ve kredi hacmi üzerinde merkez bankasına sıkı bir kontrol imkanı vermektedir. Merkez bankası, reeskont oranlarını arttırıp azaltarak bankaların kredi taleplerini istediği gibi etkileyebilmektedir. Böylece, ticari

<sup>101</sup> **Vesika**, paraya dönüştürülebilen belgedir.

<sup>102</sup> **Reeskont**, bir bedel karşılığı iskonto edilmiş, el değiştirmiş olan kıymetlerin yeniden bir bedel karşılığı el değiştirmesini ifade eder (TCMB).

<sup>103</sup> TCMB, Sıkça Sorulan Sorular, (Çevrimiçi), tcmb.gov.tr, Erişim: 12.04.2010

<sup>104</sup> Zafer Tunca, **Makro İktisat**, Filiz Yayınevi, 4.Baskı, İstanbul, 2005, s.188.

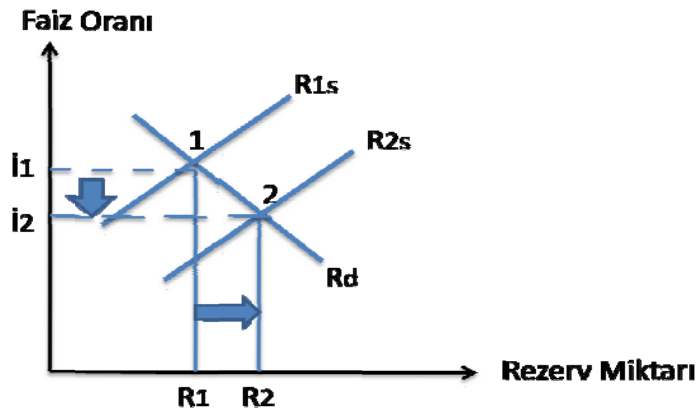
bankaların rezervlerindeki değişimi, çarpan mekanizması ile dilediği yönde etkileyebilmektedir.

Reeskont politikası bankaların rezervlerini etkilediği için bankaların kaydi para yaratma olanakları da kontrol altında tutulmuş olur. Bu politika sayesinde bankacılık sisteminde yaratılacak kaydi paranın çarpan değeri duruma göre artırılıp azaltılabildiği için sistemin para arzı da kontrol altında tutulmuş olur.<sup>105</sup> Buna rağmen reeskont politikası açık piyasa işlemlerinden ve mevduat munzam karşılık oranları politikasından daha etkisiz bir politikadır.

Reeskont kredisinin bir faydası da merkez bankasının mali zorluklar içindeki bankalara yardım etmesi durumunda ortaya çıkar. Finansal kriz durumunda merkez bankası son borç verme mercii (lender of last resort) olarak devreye girer ve sistemi çökmekten kurtarır. Ancak merkez bankası bu müdahale silahını 1994 ve 2001 krizlerinde geç kullandığı için geniş çevrelerce eleştirilmiştir.

Reeskont kredilerindeki artışın bankacılık sektörü üzerine etkisi Şekil 1.3’de görülmektedir. Şekilden de görüldüğü gibi reeskont oranının düşürülmesi, bankacılık sektörünün kredi hacmini genişleterek faizlerin düşmesine yardımcı olmaktadır. Bu nedenle reeskont oranının düşürülmesi Şekil 1.3’de görüldüğü gibi bankacılık kesiminin rezervlerini arttırmaktadır ( $i_1 \downarrow i_2 \Rightarrow R_1 \uparrow R_2$ ).

**Şekil 1.3. Reeskont Oranının Rezervlere Etkisi**



<sup>105</sup>Susanna Kadyrova, “Türk Merkez Bankası Bağımsızlığı Ve Makroekonomik Performans Arasındaki İlişki”, (İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi), İstanbul, 2009, .s.172

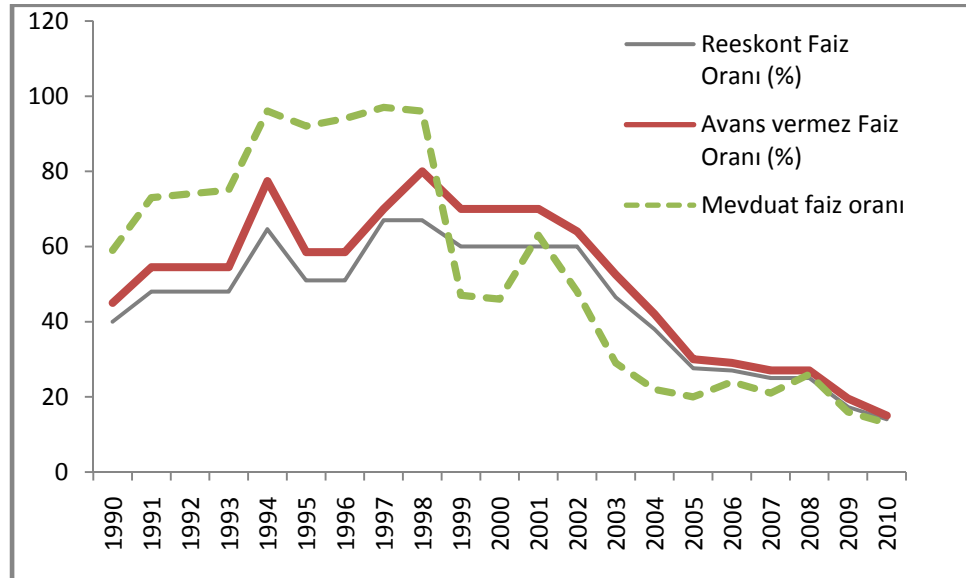
Finansal piyasaların henüz tam gelişmediği 1980’ler öncesinde merkez bankaları için en önemli dolaylı rezerv elde etme politikası reeskont politikası iken, gelişen piyasalar ve derinleşen finansal sistem sonucu bu politika yerini API’ye bırakmıştır. Açık piyasa işlemlerinin etkinliği daha çok artmıştır. Tüm dünyada ve Türkiye’de modern merkez bankacılığı bağlamında geliştirilen yeni uygulamalarla artık çok daha fazla açık piyasa işlemleri aracı kullanılırken, reeskont politikası aktif olarak kullanılan bir para politikası aracı olmaktan çıkmıştır.

Reeskont oranının optimum düzeyin altında yada üstünde tutulması bankacılık kesimini farklı şekilde etkilemektedir. Merkez Bankası son başvuru kaynağı olarak bu oranı düşük tutarsa, finansal kuruluşlar merkez bankasından borçlanmayı cazip görecekler ve piyasadan yüksek faiz oranlarıyla mevduat toplamaktansa bu yolla kaydi para yaratmaya çalışacaklardır. Bu durum parasal genişlemeye ve tasarrufların etkin olmayan bir biçimde dağılmasına yol açacaktır. Çünkü tasarruf sahipleri istedikleri faiz oranını ticari bankalardan göremeyince borç verilebilir fonlar piyasasından çekilecek ve birikimlerini etkin olmayan faaliyetlere kanalize etmeye başlayacaklardır. Üretim için tasarruf gerçekleşmediğinden dolayı reel piyasalar bu durumdan olumsuz etkileneceklerdir. Bu oran yüksek belirlenirse kredi maliyetleri yukarıya çıkacak ve yatırımlar için finansal sermaye bulmak zorlaşacaktır. Ayrıca reeskont oranlarının inip çıkması, ticari bankaların merkez bankasından borçlanma maliyetlerini değiştirdiğinden finansal piyasalarda da belirsiz ve riskli ortamlar doğmasına sebep olmaktadır.

Grafik 1.6’dan da görüldüğü gibi reeskont faiz oranları ile mevduat faiz oranları arasındaki makas 1990 yılında Türkiye’de yüzde 20 düzeyinde iken; bu fark 2010 yılında yüzde 1 düzeyine gerilemiştir. Böylece ticari bankaların finansal varlıklarını yatırım için kredi olarak vermeleri teşvik edilmiştir. 1999 yılından önceki döneme ait bankacılık uygulamalarına bakıldığında, reeskont faiz oranlarının mevduat faiz oranlarının oldukça aşağısında kaldığı görülmektedir. Bunun en temel nedenlerinden bir tanesi ticari bankaların 1990-1999 arası dönemde yüksek faizlerle topladıkları TL mevduatlarını DİBS faizlerine yatırarak, risksiz bir şekilde ortalama yüzde 20 civarında reel faiz getirisi kazanmalarıdır (Tablo 1.5b). Yine 1990-199 döneminde

kamunun ortalama yüzde 15'lere varan bütçe açığı nedeniyle yüklü miktarlarda borçalanma gereği, hazinenin yüksek reel faizler vermesine neden olmuştur.<sup>106</sup> 2000'li yılların başında ekonomide gerçekleştirilen yapısal reformlar ve “güçlü ekonomiye geçiş” programı çerçevesinde maliye disipline edildikçe paradan para kazanma kolaycılığı sona ermiştir. Çünkü özellikle sabit kur rejiminin uygulandığı dönemde düşük faizlerle kredi çeken sanayiciler ve bankacılık kesimi, döviz kurunun 3 ay, 6 ay ve 1 yıl sonra ne olacağını bildiklerinden (Türkiye 2000 yılının başından beri artış hızı önceden belli bir kur rejimi uygulamaya başlamıştır), bankalardan çektikleri bu kredileri yatırım için kullanmak ya da kullanacak kesimlere aktarmak yerine, hazine bonusu ve devlet tahvillerine yatırarak Tablo 1.5b ve Grafik 1.6'dan da görüldüğü gibi en az yüzde 20 oranında reel TL getirisi elde edebiliyorlardı. Hazine faizinin reel getirisi, açık enflasyon hedeflemesine geçilen 2006 yılından sonra düşmüş olsa da hala diğer gelişmiş ülkelerle kıyaslandığında oldukça yüksek bir seviyededir.

**Grafik 1.6. Reeskont Faiz Oranları ve İşlemlerinde Uygulanan Faiz Oranları**



Kaynak. TCMB

<sup>106</sup> Süleyman Yaşar, “Dalgali Kur Doğru Tercih”, **Radikal Gazetesi**, 08.08.2011

**Tablo 1.5b. Hazine ve Mevduat Faiz Oranları\***

| Yıllar    | Hazine Faizi |             | Mevduat Faizi |             |
|-----------|--------------|-------------|---------------|-------------|
|           | Cari getiri  | Reel getiri | Cari getiri   | Reel getiri |
| 1984-1989 | 53,3         | 2,80        | 57,1          | 5           |
| 1990-1999 | 108,5        | 20,7        | 80,2          | 5,2         |
| 2000-2010 | 34,4         | 13,2        | 29,7          | 9,6         |
| 2006-2010 | 19,8         | 12,4        | 20            | 12,67       |

-\*: Belirtilen tarihler arasındaki ortalamalardır.

**Kaynak:** TCMB, Hazine Müsteşarlığı

#### **1.4.2.3.Mevduat Munzam Karşılık Oranları (Zorunlu Karşılıklar Politikası)**

Merkez bankasının para politikası amaçlarını gerçekleştirmede kullandığı üçüncü bir PP aracı Mevduat Munzam Karşılık Oranları, diğer adıyla zorunlu karşılıklar politikasıdır. Bu politika ile merkez bankası ticari bankaların rezervlerini değiştirmek yerine para çarpanını (Money multiplier-mevduat çarpanı) etkilemeye çalışmaktadır. Bu araçla merkez bankası, parasal istikrarı, bankalara olan güvenirliliği tesis etme ve mevduatların geri ödenmesini garanti etmeyi hedeflemektedir. Ancak en önemli fonksiyonu bir para arzı kontrol aracı olmasıdır. Zorunlu karşılık oranları, fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlamak amacıyla politika faiz oranları ve likidite yönetim uygulamaları ile birlikte kullanılmaktadır.<sup>107</sup> Kasım 2009'dan bu yana TCMB bu politika aracını sıklıkla kullanmaktadır.

Merkez bankaları zorunlu karşılıklar politikasını, üç temel amaç için kullanmaktadır: ihtiyat, likidite yönetimi ve parasal kontrol. Günümüzde bunlar arasında en yaygın olarak kullanılan zorunlu karşılıkların, ihtiyati bir rezerv imkanı sağlamasıdır.<sup>108</sup>

Ticari bankalar kendilerine yatırılan mevduatın belli bir oranını MB'da nakit olarak tutarlar, geri kalan kısmını da kredi olarak kullanırlar. Bundan dolayı da bankacılık kesiminin faiz getirisi dahil, dönem sonunda beklenen toplam alacaklarının, faiz

<sup>107</sup> Yılmaz, a.g.e, s.7

<sup>108</sup> Simon Gray, "Central Bank Balances and Reserve Requirements." IMF Working Paper, No. 11/36, 2011, s.7.

getirisi ve risk primi dahil dönem sonunda beklenen toplam yükümlülüklerle eşitlendiği durumu analitik olarak aşağıdaki denklemle ifade etmek mümkündür:<sup>109</sup>

$$z.M + (1 + i^K).K = (1 + i^M).M + (1 + i^{MB} + \sigma).[K - (1 - z).M] \quad (1.6)$$

Bu eşitlikte,  $z$  zorunlu karşılık oranını;  $M$ , mevduatı;  $K$ , kredileri;  $i^K, i^M, i^{MB}$  sırayla kredi, mevduat ve merkez bankası faiz oranlarını;  $\sigma$  ise kısa vadeli merkez bankası fonlarının taşıdığı faiz riskini gösteren bir risk primi değeridir. Denklemin solundaki ifade bankaların merkez bankasında tuttıkları toplam zorunlu karşılık miktarını, ikinci terim de kredilerden kaynaklanan anapara ve faiz gelirini göstermektedir. Eşitliğin sağ tarafı da sırasıyla mevduat bankası ve merkez bankası kaynakları için yapılacak anapara ve faiz ödemelerini göstermektedir. Sağdaki son terim, bankaların ihtiyaç duydukları merkez bankası fonlamasının anapara ve faiz ödemelerine ilave olarak bu kaynağın gösterdiği risk maliyetini göstermektedir. Denklem  $i^K$  için uygun şekilde düzenlendiğinde ve  $MB = [K - (1 - z).M]$  olarak gösterildiğinde aşağıdaki ifade elde edilir:

$$i^K = \left[ \left( 1 - \frac{MB}{K} \right) . i^M + \left( \frac{MB}{K} \right) . (i^{MB} + \sigma) \right] + (z.M/K) . i^M \quad (1.6a)$$

Eşitlik (1.6a)'nın sağında köşeli parantez içinde yer alan ifade, mevduatların ve merkez bankası fonlarının ağırlıklı ortalama maliyetini göstermektedir. Buna göre mevduat ve kredi miktarı değişmediği varsayımı altında, zorunlu karşılık oranındaki bir artış merkez bankası fonlarını kredilere göre  $(MB / K)$  arttıracaktır. Kredilere göre maliyeti daha yüksek olan merkez bankası fonlarının ağırlığının artması kredi maliyetlerini de yükseltecektir. (1.6a)'nın sağ tarafında yer alan en son ifade ise doğrudan maliyet kanalını temsil etmektedir. Bu ifade, bankaların zorunlu karşılık uygulamasından dolayı mahrum kaldıkları fonların maliyetinin kredi kanalı üzerinden etkili olduğunu göstermektedir.<sup>110</sup>

<sup>109</sup> Koray Alper, S.Tolga Tiryaki, “Zorunlu karşılıkların Para politikasındaki Yeri”, **TCMB Ekonomi Notları**, sayı 2011-08/13 Nisan 2011, 2011, s.8

<sup>110</sup> A.e., s.8-9

Bankaların merkez bankasına yatırmak zorunda oldukları bu zorunlu oran minimum mevduat oranı olup Merkez Bankası tarafından ekonominin gidişatına göre arttırılıp azaltılabilmektedir. Merkez bankası bu oranlarla oynayarak bankaların ellerindeki aşırı rezervi (parasal taban) değiştirir ve böylece kısmi rezerv bankacılığı yapan ticari bankaların kaydi para genişlemesini istediği yönde değiştirebilmektedir.

Mesela ekonomide zorunlu karşılık oranı %10 olsun. Bir A bankasına yatırılan 100 TL'nin yaratacağı kaydi para (KP) miktarı şöyle bulunur: A bankası 10 TL'sini merkez bankasına yatırıp geri kalan 90 TL'sini kredi olarak ekonomiye kazandırır. 90 TL'yi alan kişi yada kurum bunu B bankasına yatırır (ekonomide kayıtdışılığın, yastık altının, atıl kapasitenin olmadığı varsayımları ile). B bankası  $90 * 10/100 = 9$  TL'sini merkez bankasına yatırıp kalan 81 TL'sini ekonomiye tekrar kazandırır. Süreç sonunda yaratılacak KP miktarı;

$$\begin{aligned}
 KP &= 100 + 100 * (90/100) + 100 * (90/100)^2 + 100 * (90/100)^3 + \dots 100 \\
 &\quad * (90/100)^{n-1} \\
 &= 100 * (1 + 0.9 + 0.9^2 + 0.9^3 + \dots 0.9^{n-1}) \\
 &= 100 * (1/1 - 0.9) \\
 &= 100 * 10 \\
 &= 1000 \text{ TL}
 \end{aligned}$$

Olarak bulunacaktır. Yatırılan mevduatın, para çarpanı (1/rezerv oranı) ile çarpımı kadar sistemde kaydi para yaratılmış olur.

Merkez bankaları ekonomide enflasyonist baskıların olduğunu hissettiğinde bu oranı arttırarak para arzını düşürebildiği gibi resesyon dönemlerinde bu oranı azaltarak ekonomiye para enjekte edebilmekte ve kredi genişlemesine yardımcı olmaktadır.

Merkez bankasının mevduat munzam karşılık oranları politikası mevduat çarpanını etkiler. Oysa açık piyasa işlemleri ve reeskont politikası bankaların rezervlerini etkilemektedir. Zorunlu rezerv oranının etkilenme biçimini göstermek gerekirse; para arzının (PA), dolanımdaki para (DP) ve mevduat (M) toplamından meydana gelmiş olduğu varsayımı altında para arzı aşağıdaki gibi yazılır:

$$PA = DP + M \quad (1.7)$$

Parasal taban da (PT) dolanımdaki para (DP) ve rezervlerden (R) oluşmaktadır

$$PT = DP + R \quad (1.8)$$

(1.7) ve (1.8) nolu denklemleri birbirine bölersek;

$$\frac{PA}{PT} = \frac{DP + M}{DP + R} \quad (1.9)$$

Elde edilir. (1.9) denkleminin sağ tarafı olduğu gibi  $M$ 'ye bölünürse,

$$\frac{PA}{PT} = \frac{1 + DP/M}{DP/M + R/M} \quad (1.10)$$

Elde edilir.  $DP/M$ , dolanımdaki paranın mevduata oranı ( $cr$ ) ve  $R/M$  rezervlerin mevduata oranı ( $rr$ ) olduğundan, (1.10) nolu eşitlik aşağıdaki hale gelecektir:

$$PA = \frac{1 + cr}{cr + rr} * PT \quad (1.11)$$

Böylece para arzı Parasal tabanın bir katı olmaktadır. Tanım gereği  $\frac{PA}{PT}$  oranı bize para çarpanını ( $PÇ$ ) vermektedir. <sup>111</sup> Bu durumda Para Çarpanı aşağıdaki gibi olacaktır:

$$PÇ = \frac{1 + cr}{cr + rr} \quad (1.12)$$

İşte MB para arzını azaltmak istediğinde zorunlu karşılılık oranını ( $rr$ ) artırır; bu politika da para çarpanınının küçülmesine ve küçülen para çarpanı da para azının azalmasına yol açmaktadır. Tersine, eğer merkez bankası para arzını arttırmak isterse zorunlu karşılıkları azaltır bu da para çarpanını büyütür ve de sonuç olarak para arzı artmış olur. Yani, para arzı zorunlu karşılıklarla ters orantılı, parasal tabanla doğru orantılı olarak değişmektedir. Para çarpanı etkisinden dolayı zorunlu karşılıklar politikası esnek bir politika değildir. Bu politikada küçük ölçekli değişiklikler yapma olanağı yoktur. Çünkü küçük bir değişikliğin para çarpanı

---

<sup>111</sup> Para çarpanı=para arzı/parasal taban.



yoluyla ekonomiye olan etkisi, para arzını değiştirme kuvveti, hem büyük olmakta; hem de merkez bankası çarpan etkisini doğru hesaplayamadığı zaman yaratılacak kaydi para miktarı tam olarak kontrol altında tutulamamaktadır.

Zorunlu karşılık politikasının yüksek tutulmasının ticari bankalara ve reel sektöre olan bir başka maliyeti de kredi hacimlerinin daralmasıdır. Karşılık oranı arttıkça bankaların gelir getirmeyen portföylerinde artış olmakta ve kredi hacimleri daralmaktadır. Daralan kredi hacmi bankaların mevduatlara daha yüksek reel faizler vererek ödünç verilebilir fonlar toplamasına yol açmakta ve yüksek faizlerle toplanan bu fonların reel sektöre yatırım için borç verilmesinde düşük oranlı döneme göre daha yüksek maliyetlere katlanması sonucu, ekonomide işsizlik ve hâsıla kayıpları gibi büyük iktisadi sorunlar baş gösterebilmektedir.

Zorunlu karşılık politikasının bankalara olan diğer etkileri kısaca şöyle özetlenebilmektedir:<sup>112</sup>

-Ülkede kaydi para yaratma birkaç büyük bankanın tekelinde ise, iş hacminin yoğun olmadığı küçük yörelerde para arzında sorun varsa karşılık oranlarının artırılması zaten kıt olan para arzını iyice kısıtlayabilmektedir.

-Para piyasasında banka dışı çalışan kurumlar, zorunlu karşılıklar arttırıldığında haksız kazanç elde edebilirler.

-Zorunlu karşılık oranlarının arttırılması parasal tabanında aşırı rezerv bulunmayan küçük bankaları sahip oldukları kıymetli menkulleri satma durumuyla karşı karşıya getirecektir.

-Zorunlu karşılık oranları arttırıldığı zaman bankaların kredi olarak verebilecekleri parasal hacim daralacak ve daha az kredi kullandırabilecektir. Bu da bankaların faiz geliri kaybetmelerine neden olmaktadır. Bankalar bu sorunu aşmak için merkez bankasından reeskont oranında faiz ödeyerek kredi talep edebilmektedirler. Ancak burda önemli olan reeskont oranının tüketici kredisi faiz oranı altında olmasıdır.

---

<sup>112</sup> İlker Parasız, **Para Politikası**, 6.baskı, Ezgi Kitabevi, 2003, s.17.

Zorunlu karşılıklar politikası ile ilgili iki teori vardır: Birincisi Karşılıkların Mevduat Dolanım Hızına göre Ayarlanması diğeri de Friedman'ın %100 karşılık oranı önerisidir.<sup>113</sup>

#### **1.4.2.3.1.Karşılıkların Mevduat Dolanım Hızına göre Ayarlanması Teorisi**

Bu teori mevduat devir hızı daha yüksek olan bankaların, mevduat devir hızı düşük olan bankalara oranla daha fazla karşılık ayırmaları temeline dayanmaktadır. Devir hızına göre karşılıkların ayarlanmasındaki amaç, para politikasına tamamlayıcı bir özellik sağlanmasıdır. Para politikası nihayetinde para miktarını kontrol ederek harcamaları denetim altında tutmak istemektedir. Harcama miktarı da paranın dolanım hızı ile para miktarının çarpımıdır.<sup>114</sup> Devir hızına dayalı politika MB'na harcama hacmini etkileme olanağı vermektedir. Burada temel sorun ise harcamaların ara mal yada nihai mal olup olmadığının tespitinde yaşanan güçlük ve bazı finansal işlemlerin alım satımının GSYİH dışında bırakılmasının getirdiği zorluklardır.

#### **1.4.2.3.2.Friedman'ın %100 Karşılık Oranı Önerisi**

Tüm vadesiz mevduatlar için % 100 karşılık ayrılmasını öneren bu teori, ticari bankaların kaydi para yaratmalarını engellemek istemektedir. Bu yüzden piyasada iki tip banka var olacaktır: Birincisi, kendisine yatırılan mevduatları kredi olarak veremeyen sadece çekle transfer eden ve karşılığında da sadece servis ücreti geliri elde eden banka; ikincisi de uzun vadeli mevduat kabul eden ve bunları da kredi olarak verebilen bir bankadır. İkincisinin geliri faiz farklarından olacak, ancak likit varlığa sahip olamayacaktır.

Geçmiş 1930'lara dayanan teorinin ilk taraftarları da Chicago Okulu İktisatçıları olup sonradan başta Friedman olmak üzere paracı akım (Monetarist) teoriye destek vermiştir. Paracıların bu teoriye destek vermelerinin temel iki nedeni vardır. Birincisi, bankalar kaydi para yaratamayacakları için MB'nın bankacılık sistemi

---

<sup>113</sup> A.e., s.18.

<sup>114</sup>  $MV=PY$  denkleminde sağ taraf harcamalar yoluyla GSYİH vermektedir. Bu da para miktarı ile dolanım hızının çarpımına eşittir.

üzerindeki denetimleri azalacaktır. İkincisi de para arzındaki dalgalanma aralığı küçüleceğinden, bu sayede istikrarlı bir para arzı modeli ortaya çıkmış olacaktır.

Zaten paracı (monetarist) iktisatçılar merkez bankasının “duruma göre politika” uygulaması yerine politika kuralları koymasını istemişlerdir. Onlara göre örneğin, net ihracatta bir gerileme olduğunda ortaya çıkacak işsizlik sorununu çözmek için para arzının arttırılması duruma göre bir politikadır. Paracılar, para arzının nominal GSYİH etkileme süresinin gecikmeli olacağını düşündüklerinden, bu etki süresinin yaratacağı belirsizliği yok etmek için, duruma göre politika yerine “sabit oranlı parasal büyüme kuralı” uygulamasını önermektedirler. Para arzı artış oranının da yıllık hâsıla artışı kadar belirlenmesini ve bunun sabit bir kurala bağlanmasını savunmuşlardır.<sup>115</sup>

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde ticari bankaların temel kaynak bulma kalemi mevduatlar olduğundan, zorunlu karşılık politikası ticari bankaların kaynak maliyetini doğrudan etkilemektedir. Zorunlu karşılık oranlarında yapılacak değişikliğin ticari bankalara maliyeti, mevduat faiz oranı ile zorunlu karşılık oranının çarpılması kadardır.<sup>116</sup>

Bu politikanın mevduatlara güvenirlilik sağlaması açısından etkili bir politika olduğu söylenemez. Zira %100 olarak belirlenen mevduat oranı hiçbir şekilde tüm mevduat sahiplerine geri ödeme garantisi vermemektedir. Sadece beklentilerde güven oluşturduğu söylenebilmektedir. Mevduat munzam karşılık oranları politikası, para arzında kontrol dışı sapmalara sebep olabileceğinden merkez bankaları tarafından sık sık değil ancak ciddi kriz ya da genişleme dönemlerinde başvurulmuş bir araç olmaktadır. Nitekim TCMB’nin bu politika aracını 2008 küresel mali krizinde sıkça kullandığına şahit olduk.

---

<sup>115</sup> İlker Parasız, **İktisada Giriş**, 8. Baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2006, s.498-499.

<sup>116</sup> Erdem Başçı ve Hakan Kara, “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, **TCMB Çalışma Tebliğleri**, No.11/08, 2011, s.6

#### **1.4.2.3.3. Türkiye'de Mevduat Munzam Karşılık Oranlarının Belirlenmesi ve Etkinliği**

Türkiye’de 1930’lu yılların ikinci yarısından itibaren merkez bankası tarafından kullanılan mevduat munzam karşılık oranları politikası hiçbir dönemde etkin bir para politikası aracı olmamıştır. Ancak son krizle birlikte merkez bankası tarafından aktif bir şekilde kullanılmaya başlanmıştır. Bankaların ellerindeki mevduatların % 15 kadarını Devlet İç Borçlanma Senetlerine (DİBS) ayırmak zorunda oldukları ilk uygulama şekli ile başlayan ve günümüze kadar geçen süre zarfında, munzam karşılık oranları politikasında bazı ufak çaplı değişiklikler dışında önemli politika farklılıkları olmamıştır.

Zaman içinde bankaların döviz tevdiat hesaplarına da zorunlu karşılık oranı uygulaması getirilmiştir. Bu uygulama sayesinde merkez bankası, sabit kur politikasını korumak için döviz arzını kontrol altında tutmak istemiştir. Dalgalı kura geçildikten sonra da döviz hesaplarına konulan zorunlu karşılıklar politikasını finansal istikrar için aktif olarak uygulamıştır. Bununla beraber 1984 yılında munzam karşılıkların başka amaçlar için kullanılamayacağına dair kanun, 5 Nisan 1994 İstikrar Kararları çerçevesinde vadeli vadesiz tüm mevduatlara % 8 oranında zorunluluk getirilmesi ve 2000 yılı İstikrar Programı çerçevesinde zorunlu karşılıkların % 8’den % 6’ya indirilmesi gibi bir dizi kararlar dönemsel olarak alınmış ve uygulanmıştır. Günümüzde zorunlu karşılık oranları % 10 olarak belirlenmiştir.<sup>117</sup>

Tarihsel süreçte zorunlu karşılık oranlarına baktığımızda (Tablo 1.6)<sup>118</sup> dışa açılmanın ilk yıllarında (1980-1989) zorunlu karşılık oranlarının yüksek tutulduğunu, parasal kontrole önem verildiğini görmekteyiz. Aynı tabloda uygulanan kur düzenini korumak için döviz tevdiat hesaplarına da % 24 oranında zorunlu karşılık uygulaması getirildiği görülmektedir. 1994 yılında mevduatlara getirilen % 100 güvencenin zorunlu karşılık oranlarını da aşağıya çektiğini ve 1990-1999 döneminde vadeli mevduatlara % 7,4 vadesiz mevduatlara da % 13 oranında zorunlu karşılık

---

<sup>117</sup> A.e., s.20

<sup>118</sup> Bu tez çalışması devam ederken zorunlu karşılıklar 6 ay içinde üç kez değiştirildi

uygulandığı görülmektedir. 2008 yılından sonra farklılaşmaya başlayan zorunlu karşılık politikası, nakitin cinsine ve vade yapısına göre 3-4 farklı oranın belirlendiği hale gelmiştir. Tablodan da görüldüğü gibi, 2011 yılında yapılan son değişikliklerle kısa vadeli döviz ve yerli paranın karşılık oranları arttırılarak, uzun vadeli yerli para ve dövizin ise karşılık oranları aşağı çekilerek ticari bankalar bilançolarında uzun vadeli mevduat tumaya zorlanmaktadır. .

**Tablo 1.6. Zorunlu Karşılık Oranları (1980-2011<sup>a</sup>)**

| YILLAR*   | ZORUNLU KARŞILIK ORANLARI(TL) |         | DÖVİZ TEVDİAT ZORUNLU KARŞILIK ORANI |                           |
|-----------|-------------------------------|---------|--------------------------------------|---------------------------|
|           | Vadeli (1 yıl)                | Vadesiz | Vadesiz                              | Vadeli                    |
| 1980-1989 | 21,2                          | 24,8    | 20                                   | 20                        |
| 1990-1999 | 7,4                           | 13      | 10,1                                 | 12,5                      |
| 2011      | <b>5-6-8-11<sup>c</sup></b>   | 11      | 11                                   | <b>6-9-11<sup>b</sup></b> |

\*: Belirtilen yıllar arasındaki ortalamalardır;

a: 2011:Q3 dönemine kadardır;

b: Vadesiz, ihbarlı DTH/yabancı para özel cari hesaplar ile 1 aya kadar, 3 aya kadar, 6 aya kadar ve 1 yıla kadar vadeli DTH, yabancı para katılma hesapları üzerinden alınan zorunlu karşılıklar yüzde 11, 1 yıldan 3 yıla kadar vadeli DTH/yabancı para katılma hesapları ile birikimli DTH/yabancı para katılma hesapları üzerinden alınan zorunlu karşılık oranı (ZKO) yüzde 9, 3 yıldan uzun vadeli yabancı para diğer yükümlülükler üzerinden alınan zorunlu karşılık oranı yüzde 6'dır;

c: 3 yıldan uzun vadeli Türk lirası diğer yükümlülükler üzerinden alınan ZKO yüzde 5, 1 yıla kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları üzerinden alınan ZKO yüzde 6, 3 yıla kadar (3 yıl dâhil) vadeli Türk lirası diğer yükümlülükler üzerinden alınan ZKO yüzde 8, 3 yıldan uzun vadeli Türk lirası diğer yükümlülükler üzerinden alınan ZKO yüzde 5'dir (TCMB, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu – 14 Ekim 2011, (Çevrimiçi), <http://tcmb.gov.tr/>, Erişim: 23.11.2011)

**Kaynak:** Hazine Müsteşarlığı, TCMB.

Mevduat zorunlu karşılık oranlarının yeterli mevduat sigortası özelliği taşımadığını bundan dolayı da merkez bankasının bu politika aracını terk etmesi gerektiğini düşünen iktisatçılar vardır. Hatta bazılarınca bu karşılık oranı “özel bir vergi “gibi olup kaynak dağılımını bozmaktadır.<sup>119</sup>

Para politikası aracı olmasına rağmen zorunlu karşılık oranlarının etkisi maliye politikaları gibi kısa sürede ortaya çıkmaktadır. Bu yüzden de krizden çıkmak için son dönemde kredi genişlemesi için çokça kullanılan para politikası aracı olmuştur.

<sup>119</sup> Paya,a.g.e., ,s.171.

2008 krizinde aşağı çekilen ve 2010 yılından itibaren parasal sıkılaştırma için TCMB tarafından kademeli olarak yükseltile zorunlu karşılık oranları, ticari bankaların kredi olarak verebilecekleri serbest nakitlerini azaltmıştır.<sup>120</sup> Ancak TCMB'nin son dönemde uyguladığı bu politika diğer yandan API ile desteklenince etki alanını zayıflatmıştır. Merkez bankası faizler yükselmesin ve döviz kurları düşmesin diye bankalara API kanalı ile borç para vererek zorunlu karşılık politikasını açığa çıkartmaktadır. O halde eğer para sıkılaştırması yapıldığının yegâne kanıtı faiz artışı ise, faizler artmadığı için sadece zorunlu karşılık oranlarının artmasına bakılarak, parasal sıkılaştırmaya gidildiğini iddia etmek pek mümkün görünmemektedir.

2008 küresel krizinden çıkışta TCMB kendisine yatırılan zorunlu mevduatlara faiz verme uygulamasına hem son vermiş hem de zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin çeşidini arttırmıştır (Şekil 1.4). Şekilden de görüldüğü gibi 2010 yılında zorunlu karşılıklarda politika farklılaşmasına giden banka finansal istikrarı da gözetme adına uzun vadeli mevduat ile kısa vadeli mevduatı birbirinden ayırıştırarak, uzun vadeli mevduat üzerine koyduğu oranları aşağı çekerek bankaları uzun vadeli mevduat tutmaya teşvik etmiştir.<sup>121</sup> Daha kontrollü ve vadelerine göre farklılaştırılmış bir para arzı politikası izlemeyi tercih eden merkez bankası, bu uygulamalarla her alanda parasal sıkılaştırmaya gitmek istediğinin sinyallerini vermektedir.

TCMB, özellikle bankalarda tutulan döviz cinsinden hesapların spekülatif amaçla kullanılmasının önüne geçmek, piyasaya döviz likiditesi sağlamak ve aynı zamanda bankacılık sisteminin yabancı para yükümlülüklerinin vadelerinin uzamasını teşvik etmek amacıyla<sup>122</sup> 5 Ekim 2011'de DTH zorunlu karşılık oranları politikasında değişikliğe gitmiştir. Buna göre 1 yıl ve daha uzun vadeli DTH, yabancı para katılma hesapları ile birikimli DTH ve yabancı para katılma hesapları için bankalardan alınan zorunlu karşılık oranları yüzde 9,5' den yüzde 9'a çekilmiştir. Üç yıl ve daha uzun vadeli DTH yükümlülüklerinden alınan zorunlu karşılıklar ise yüzde 8,5'ten yüzde

---

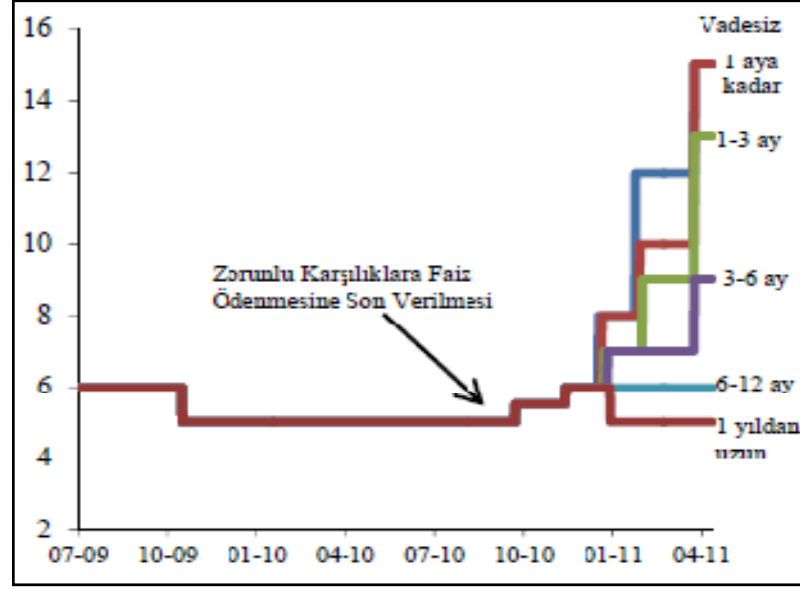
<sup>120</sup> Ercan Kumcu, "Ekonomi Politikalarının Zaman İhtiyacı", **Habertürk**, 17 Nisan 2011.

<sup>121</sup> Başçı ve Kara, **A.g.e**, s.17

<sup>122</sup> TCMB, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, 5 Ekim 2011, (Çerimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/>, Erişim: 11.10.2011

yüzde 6'ya çekilmiştir. Haliyle bu politika farklılığı ticari bankaları uzun vadeli mevduat tutmaya sevk etmiştir.

**Şekil 1.4.Zorunlu Karşılık Oranlarında Politika Değişimi**



**Kaynak:** Erdem Başçı ve Hakan Kara, “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, TCMB Çalışma Tebliği, No.11/08, 2011, s.6

#### 1.4.2.4.Swap İşlemleri

Değiş tokuş anlamına gelen swap iki para biriminin belirli süreliğine değiş ve tokuşuna dayanır. Swap, repo işleminin dövizle yapılan uygulaması olarak adlandırılmaktadır. MB ileri bir tarihte geri almak kaydıyla ticari bankalara döviz satıp TL alırsa “döviz üzerine swap”işlemini gerçekleştirmiş olur. Faiz üzerine swap yada mal üzerine swap da olmakla beraber, merkez bankasının sermaye hareketlerini yönlendirmek için yaygın şekilde başvurduğu bir politika türü olduğu için döviz üzerine swap konusunu ayrıntılı olarak ele almaktayız.

Swap işlemlerinde uygulanan swap oranı, ani kurlar (spot) ile vadeli kurlar arasındaki yüzdelik fark olarak, aşağıdaki şekilde ifade edilir:<sup>123</sup>

$$s = \frac{e_{t+1} - e_t^K}{e_t^K} \quad (1.13)$$

<sup>123</sup> A.e., s.172.

Burada  $s$  swap oranını,  $e_{t+1}$ ,  $t+1$  tarihinde dövizin vadeli kurunu,  $e_t^K$  ise  $t$  tarihinde dövizin spot fiyatını göstermektedir.  $s$  swap oranı aynı zamanda kur riskini de göstermektedir. Swap işlemleri kur riskini almak istemeyenlerce tercih edilen bir uygulamadır. Ancak uluslararası serbest sermaye hareketleri, iç ve dış faiz oranlarını bir  $t$  süresi sonunda eşitlemektedir. Buradan yola çıkarak, beklenen kur farklarını da içerek şekilde iç ve dış faiz oranlarını bir arada aşağıdaki gibi yazmak mümkündür:

$$r_i = r_d + E[x] \quad (1.14)$$

Burada  $r_i$  iç piyasadaki faiz oranını,  $r_d$  dışardaki faiz oranını (uluslar arası faiz oranı) ve  $E[x]$  de beklenen devalüasyon oranını (yerli paranın değerden düşmesi) göstermektedir. Beklenen devalüasyon oranı yatırımcı için risk içerdiğinden, swap işlemleri ile bu risk yok edilmeye çalışılır.  $E[x]$  nominal kurlardaki değişimi yansıttığından aynı zamanda swap oranına da eşittir. O halde (1.14) yeniden aşağıdaki gibi yazılır:

$$r_i = r_d + s \quad (1.15)$$

$$r_d - r_i - s = 0 \quad (1.16)$$

Bu ifade **Korunmuş Faiz Paritesi** (Covered Interest Rate Parity) oranını vermektedir. (1.13) ve (1.15) nolu denklemlerden;

$$\frac{e_{t+1} - e_t^K}{e_t^K} = r_i - r_d \quad (1.17)$$

Elde edilir. Böylece kur riski, iç ve dış faiz oranlarının farkı olarak ifade edilmiş oldu. Denklem (1.17) için üç olası durumdan söz edilebilir.

**Durum 1:**  $r_i > r_d$ : İç faiz oranları dış faiz oranlarından yüksek ise döpor<sup>124</sup> işlemi sermaye girişlerini daha da hızlandırır.

---

<sup>124</sup>**Döpor**, yabancı paranın vadeli kuru spot piyasa kuruna göre düşük ise yabancı para birimi için döpor vardır denir.



**Durum 2:**  $r_i < r_d$ : Uluslararası faiz oranları yurtiçi faiz oranlarından yüksek ise yurtiçi yerleşiklerin yabancı para üzerine yatırımları röpor<sup>125</sup> işlemi ile teşvik edilir. Yatırımcı için kur primi de söz konusudur.

**Durum 3:**  $r_i = r_d$ : Yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları eşit ise iç ve dış yatırım cazibesi ortadan kalkmış olur.

#### 1.4.3. TCMB Analitik Bilanço ve Yorumlanması

Merkez bankasının parasal büyüklükleri günlük, haftalık, üç aylık ve yıllık izlenebilmektedir. 1990 yılından itibaren merkez bankası analitik bilançosunu yayınlamaktadır. Tablo 1.7’de 9 Ekim 2011 gününe ait TCMB analitik bilançosu yer almaktadır.

**Tablo 1.7. TCMB Analitik Bilanço (İş Günü, Milyon TL)**

| <b>09-10-2011</b>                                      |                  |
|--------------------------------------------------------|------------------|
| A01: A.VARLIKLAR                                       | <b>146099501</b> |
| A02: A.1-DİS VARLIKLAR                                 | 170820400        |
| A03: A.2-İC VARLIKLAR                                  | -24720899        |
| A04: A.2-a-Nakit İşlemler                              | -3143714         |
| A05: A.2-aa-Hazine Borçları                            | 8145119          |
| A051: A.2-aa-i-Bankamız Portföyü                       | 8246906          |
| A052: A.2-aa-i-a-5 Kasım 2001 Öncesi DİBS              | 0                |
| A053: A.2-aa-i-b-İkincil Piyasadan Alınan DİBS         | 8246906          |
| A054: A.2-aa-ii-Diğer                                  | -101787          |
| A06: A.2-ab-Bankacılık Sektörüne Acılan Nakit Krediler | 1684340          |
| A061: A.2-ac-TMSF'na Kullandırılan Krediler            | 0                |
| A07: A.2-ad-Diğer Kalemler                             | -12973173        |

<sup>125</sup> **Röpor:** yabancı paranın vadeli kuru spot piyasa kuruna göre primli ise yabancı para için röpor vardır denir

|                                                  |           |
|--------------------------------------------------|-----------|
| A08: A.2-b-Degerleme Hesabi                      | -21577185 |
| A081: A.2-c-IMF Acil Yardim Takip Hesabi(Hazine) | 0         |
| A09: P.YUKUMLULUKLER                             | 146099501 |
| A10: P.1-TOPLAM DOVIZ YUKUMLULUKLERI             | 77183639  |
| A11: P.1-a-Dis Yukumlulukler                     | 22384832  |
| A12: P.1-b-Ic Yukumlulukler                      | 54798807  |
| A13: P.1-ba-Doviz Olarak Takip Olunan Mevduat    | 7402440   |
| A14: P.1-bb-Bankalarin Doviz Mevduati            | 47396367  |
| A15: P.2-MERKEZ BANKASI PARASI                   | 68915862  |
| A16: P.2-A-REZERV PARA                           | 116481803 |
| A17: P.2-Aa-Emisyon                              | 56119558  |
| A18: P.2-Ab-Bankalar Mevduati                    | 60234625  |
| A19: P.2-Aba-Bankalar Zorunlu Karsiliklari       | 0         |
| A20: P.2-Abb-Bankalar serbest Imkani             | 60234625  |
| A21: P.2-Ac-Fon hesapları                        | 105014    |
| A22: P.2-Ad-Banka Disi Kesimin Mevduati          | 22606     |
| A23: P.2-B-DIGER MERKEZ BANKASI PARASI           | -47565942 |
| A24: P.2-Ba-Acık Piyasa Islemleri                | -65039081 |
| A25: P.2-Bb-Kamunun TL Mevduati                  | 17473139  |

---

**Kaynak:** TCMB

Tabloya göre;

- TCMB 146 milyar dolar TL'ye sahip (bilanço büyüklüğü). Bilançonun %55'i TL'den % 45 kadarı da dövizden oluşmaktadır.
- Bankanın emisyon miktarı (yarattığı para) 56 milyar TL dir. Geri kalan 90 milyar TL kadarını iç ve dış piyasalardan borçlanmıştır. Merkez bankasının bastığı para yükümlülüğü toplam yükümlülüğünün % 37 kadarına denk

gelmektedir. Bu oran 2002 yılında yüzde 10'lar 2004 de ise % 19'lar mertebesinde.

- c. Bankanın borçlandığı rakamın 77 milyar TL kadarı içeriden ve dışarıdan dövizle borçlanarak yapılmış. TL olarak yaptığı borç miktarı 54 milyar, döviz olarak yaptığı borç miktarı ise 22 milyar Dolar'dır. Bu rakam eski dönemlerde toplam bilançonun % 9 kadarı oluyorken bu oranın bugün artmış olması ülkenin kendi parasının güç kazandığını ve dolarizasyonun tersine döndüğünü, ancak daha da önemlisi enflasyon oranının istikrara kavuştuğunu söylemektedir. Merkez bankası bugün yaptığı toplam borçlanmanın % 65 kadarını kendi bastığı para üzerinden geri kalan kısmı da döviz üzerinden yapmaktadır.
- d. Bankanın bono ve tahvil olarak hazineye verdiği toplam borcun 8 milyar kadar olduğunu, geri kalan kısmı ile döviz satın aldığını görmekteyiz. Banka döviz rezervlemiştir.
- e. Merkez bankasının TL cinsinden fiyat istikrarını koruyabilmesi için bilançonun büyük bölümünün TL cinsinden olması gerekmektedir.<sup>126</sup>
- f. TL yatırımları, 17 milyar kadarla, toplam yatırımların sadece % 9 kadarıdır. Yurtiçi yatırımların 8 milyar kadarı hazine bonosuna yapılmıştır. Bu hazineye verilen kredinin tamamının kendi bastığı para ile yapıldığını göstermektedir. Çünkü emisyon miktarı hazine bonosuna yapılan yatırımdan çok fazladır. Bu durumda merkez bankasının API uygulamasını fiyat istikrarını sağlama argümanı olarak rahatlıkla kullanabildiğini söyleyebiliriz. Zira örneğin 2004 yılında hazineye verilen krediler kendi bastığı para miktarından fazla olmaktadır. Bu yüzden bankalardan yapılan borçlanmalar mecburi bir adımdır. Ancak bugün esnek bir para politikasına kavuştuğunu söylemek mümkündür.
- g. Rezerv para (Emisyon+ Bankalar Zorunlu Karsilikleri+ Bankalar Serbest Imkani+ Fon Hesapları + Banka Disi Kesimin Mevduatı) 116 milyar TL olup özel kesime karşı bankanın sorumluluğunu göstermektedir.

---

<sup>126</sup> Nadir Eroğlu, **Türkiye'de Parasal Kesim ve Merkez Bankası İşlemlerinin Analizi**, Der Yayınları, 2008, s.48

- h. Merkez bankası parası (Parasal Taban + Kamu Mevduatı) 68 milyar Dolar olup TCMB'nin TL cinsinden ekonomideki tüm aktörlere olan yükümlülüğünü göstermektedir.
- i. Bilançoda APİ kalemi -65 milyar TL olarak görünmektedir. Yani, merkez bankası senet karşılığında piyasadan likidite çekmiştir. Parasal sıkılaştırmaya gidildiğini gösteren bu rakamdan yola çıkarak, merkez bankasının toplam talebi azaltmak istediği söylenebilir.

## **1.6. MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞI VE MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLERE ETKİSİ**

Merkez bankalarının politik ve ekonomik bağımsızlığa kavuşmaları yakın geçmişe dayanmaktadır. Bir merkez bankasının bağımsızlık ölçütü iki temel unsurla belirlenmektedir: Yasal bağımsızlık ve fiili bağımsızlık. Yasal bağımsızlık da kendi içinde ekonomik bağımsızlık ve politik bağımsızlık olarak ayrılmaktadır. Bu kısımda öncelikle merkez bankalarının bağımsızlığını etkileyen faktörler incelenecek, daha sonra bir merkez bankasının bağımsızlık endeksinin nasıl elde edildiği vurgulanacaktır. Bölümün sonunda TCMB bağımsızlığının bazı makroekonomik değişkenlere etkisi teorik ve uygulamalı olarak gösterilmektedir.

### **1.6.1. Merkez Bankalarının Bağımsızlığı**

Merkez bankasının bağımsızlığı 1980'li yılların kronik enflasyon dönemlerine dayanmaktadır. Bu yıllarda hükümetler iç ve dış borçlanmaları karşılamak için sürekli olarak monetizasyon yoluna başvurmakta ve sürdürülebilir bütçe dengesinden olabildiğince uzaklaşmaktaydılar. Makroekonomik istikrarsızlıklar ekonomik sistemin istikrarlı bir yapısı haline gelmişti. Bu dönemde merkez bankasının bağımsızlığı, hükümetlerin popülist ekonomik yaklaşımlarının siyasi süreçten ayrılmasıyla gündeme gelmiştir.<sup>127</sup> Merkez bankasının bağımsızlığı, bankanın temel amacı olan fiyat istikrarını korurken uygulayacağı politikanın seçiminde ve buna

---

<sup>127</sup> Ömer Eroğlu ve Halil Altıntaş, "Merkez Bankasının Bağımsızlığı Sorunu: Enflasyon ve Ekonomik Performans Üzerine Bir Değerlendirme", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, C:12, S.135, Haziran 1997, s.50.

uygun kullanılacak araçların tespitinde kendisinin tek başına karar almasını ifade eder.<sup>128</sup> Diğer bir deyişle merkez bankası bağımsızlığı, para politikalarının oluşturulması bağlamında, para otoritesinin, siyaset ve hükümetin etkisinden bağımsız olması ve bağımsız hareket etmesi anlamına gelmektedir.<sup>129</sup>

Bağımsız merkez bankacılığı, hükümetten tamamen ayrı hareket etmek olarak anlaşılmamalıdır; ekonomik şartlara uygun politika geliştirme ve uygulama esnekliğine sahip olmak anlaşılmalıdır.<sup>130</sup> David Ricardo 1824'te ulusal bankanın kurulması hakkındaki yazısında bağımsızlığı şöyle tarif etmektedir.<sup>131</sup>

“Hükümetin kâğıt para basımına güvenemeyeceği söylenebilir, bu kesinlikle onu bozar... Eğer Hükümet, yani bakanlar kâğıt para basmanın gücüne kendileri güvenirse, bu büyük tehlike olacaktır. Fakat ben bu güveni kendi resmi konumlarından kaldırılmayan fakat Parlamento'nun bir veya her ikisinin oyuyla kaldırılan yöneticilerin eline vermeyi umuyorum. Ayrıca onların arasında para anlaşmalarının her türünü yasaklayarak bu yöneticiler ve bankaların arasındaki karşılıklı ilişkiyi engellemeyi umuyorum. Yöneticilerin kontrolü veya etkisi altındaki en basit derecede veya herhangi bir hak iddiasında, Hükümet'e ödünç para vermemelidir. Eğer hükümet para isterse, bunu yasal yollardan elde etmek zorunda olmalıdır. Yasal yollar; insanları vergilendirmek, hazine bonusu basımı veya satışı, kredi yaratma, ülkede var olan sayısız bankanın herhangi birinden borç alma... Fakat hiçbir durumda para yaratma gücüne sahip olan kişilerden borç alınmasına izin verilmemelidir.”

Keynes'in Merkez Bankası bağımsızlığına bakış açısı Ricardo'dan farklıdır. Ona göre merkez bankaları ile hükümetler arasında her zaman bir ilişki olmak zorundadır. Zaten yasama erki tarafından merkez bankası başkanı atandığı için de merkez bankaları tamamen hükümetten ayrı sayılamazlar. Ancak bu ayrılma derecesi arttıkça bankanın bağımsızlık endeksi de artmaktadır.

---

<sup>128</sup> Melike Alparslan ve Pelin Ataman Erdönmez, “Enflasyon Hedeflemesi”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı.35, Aralık 2000, s.14.

<sup>129</sup> Carl E. Walsh, “Central Bank Independence Prepared for the New Palgrave Dictionary”, December 2005, s.1, (Çevrimiçi), [http://people.ucsc.edu/~walshc/MyPapers/cbi\\_newpalgrave.pdf](http://people.ucsc.edu/~walshc/MyPapers/cbi_newpalgrave.pdf), Erişim: 03.12.2011

<sup>130</sup> Ekrem Gül, Aykut Ekinci ve Arif A. Gürbüz, **Enflasyonla Mücadelede Enflasyon Hedeflemesi**, Ekin Yayınları, Bursa, 2006, s.78.

<sup>131</sup> Baran Şahin, “Alternatif Bir Para Otoritesi Olarak Para Kurulu Dünya Örnekleri ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, (Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Diyarbakır, 2007, s.22.

Cukierman'a göre Bretton Woods ve Avrupa Para Sistemi'nin başarısızlığından sonra ülkeler fiyat istikrarını koruma amacıyla farklı alternatiflere yönelmişlerdir. Buna göre, eski Sosyalist Bloku ülkelerinin kapitalist ekonomiye geçişi aşamasında merkez bankasının bağımsızlığının arttırılması kurumsal değişimin bir parçası olarak algılanmıştır/görölmüştür. Benzer şekilde, yüksek enflasyonun kronik hale geldiği Latin Amerika ülkelerinde uygulanan başarılı istikrar programlarından sonra, politikacıların tekrar kronik yüksek enflasyon dönemine geri dönmelerini engelleyecek, politikacıları popölist yaklaşım ve politikalarından uzak durmalarını sağlayacak alternatif arayışlar içine girilmiş ve bu arayışların sonucunda hükümetler merkez bankalarını bağımsızlaştırmaya karar vermişlerdir.<sup>132</sup>

Hükümetler merkez bankası bağımsızlıklarını sadece fiyat istikrarı temel amacı için değil, bazen de zorunluluk hallerinin zuhurunda istemektedirler.<sup>133</sup> Örneğin, Avrupa Birliği, Maastricht Antlaşması gereği, birlik üyelerinin parasal birliğe katılabilmeleri için bağımsız merkez bankası şartı koşmaktadır. Bu bağlamda gerçekleştirilen diğer bağımsızlık örnekleri, Latin ülkelerinin popölist politikacılarının eski istikrarsız günleri geri getirmelerinden korkulduğu ve eski doğu bloku ülkelerinin sosyalist iktisadi düzenden kapitalist iktisadi düzene eklemleme aşamasında (transition) yapılan kurumsal değişikliklerle beraber merkez bankalarının bağımsızlığa kavuşmalarını kapsamaktadır. Ancak MB bağımsızlığını son yarım yüzyılda arttıran en iyi motivasyon, fiyat istikrarı amacını yaklaşık 30 yıla yakın süre devam ettiren Bretton Woods Para Sistemi'nin çözölmesi ve Avrupa Para Sistemi'nin başarısızlıkla sonuçlanması sonrası ülkelerin farklı alternatif arayışları girmesidir.

Merkez bankası bağımsızlığı deterministik bir değişken olmamakla beraber, fiyatlar genel düzeyinde istikrar elde etmek için bir ön şart olarak görölmüştür. Sebebi de Yeni Klasik İktisat Okulu'nun matematiksel modellemelerle para politikalarına yön vermek istemesidir. Yeni Klasik İktisat, Homo economicus olarak adlandırdığı iktisadi bireyin her türlü ekonomik davranışını Newtoncu mekanik denge kuramıyla açıklamaya çalışmıştır. Bu ekölün temsilcileri, genel ekonomik tabloyu soyutlayarak,

---

<sup>132</sup> Alex Cukierman, **Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence**, Cambridge: The MIT Press, 1994

<sup>133</sup> A.e.

tümdengelimci (reduction) yaklaşımlar öne sürerek ve uzmanlaşmaya varan bir iktisat önerisi ile olayları irdelemekte, iktisatta gözlemi ikinci plana itmektedirler. Oysa, Alman Tarihçi Okulu'un iktisat alanındaki yansımalarını ortaya koyduğu gibi, doğada mutlak değil görecelilik önem kazanmakta ve çağdaş kuantum fiziğinin ortaya koyduğu gibi olasılıklı evren yapısı mutlak olanı kapsamaktadır. İktisattaki yansımaları iktisadi rölativizm<sup>134</sup> ile tanımlanan bu olasılıklı toplumsal düzen, toplumların farklı iktisadi yapıları olduğundan yola çıkarak, birey davranışlarını mekanik bir dengeden çok bazı davranışsal tekrarların olduğu din, örf, toplumsal ve hukuki yapı gibi nedenlere bağlamakta tüm toplumlar için geçerli bir sebep-sonuç ilişkisi elde edilemeyeceği için de farklı teorilerle bunların ifade edilmesi gerektiğini açıklamaktadır.<sup>135</sup> Çünkü bireyler sistematik tercih aksiyomlarını robotik şekilde uygulamak yerine risk ve belirsizlik altında tercihte bulunduklarından rasyonel davranmayabilirler.<sup>136</sup>

Bunun yansımalarını para politikalarında da görebiliyoruz. Bu ekol Newtoncu Fiziğin deterministik yaklaşımlarını rehber kabul etmiş ve merkez bankasının bağımsızlığının da olası sonuçlarını hep soyutlama ve indirgemeci yaklaşımlarla test etmiş, çeşitli endekslerle bağımsızlığı ölçmeye çalışmış ve MB'nın ne kadar bağımsız olduğu konusunda da bir oran vererek olayı somutlaştırmak istemiştir. Vardıkları sonuçlara göre, her ülke merkez bankası için geçerli olmasa da genel olarak, MB bağımsızlığı arttıkça ortalama enflasyon oranı düşecek ve fiyat istikrarı sağlanmış olacaktır. Ancak bu konuda kesin bilgi de yoktur. Alesina (1988), Grill, Masciandaro ve Tabellini (1991), Loungani ve Sheets (1997)'ye göre merkez bankası bağımsızlık düzeyi ile enflasyon oranı arasında negatif bir ilişki vardır. Ancak Daunfelt ve de Luna (2008) ve Campillo ve Miron (1997)'ye göre de merkez bankası bağımsızlığının enflasyonun aşağı çekilmesine hiç etkisi yoktur.<sup>137</sup>

---

<sup>134</sup> J.S.Mill ve A. Marshall çıkarıcı birey yaklaşımını kabul etmemişlerdir.

<sup>135</sup> Eroğlu, **İktisatta Rasyonelite ve Para Politikası**, s.34-38

<sup>136</sup> Daniel Kahneman ve Amos Tversky, "Prospect Theory: An analysis of Decision Under Risk", **Econometrica**, vol.47, no.2, pp. 263-291, 1979, s.263

<sup>137</sup> Tian Huang, "Effects of Central Bank Independence Reforms on Inflation in Different Parts of the World", **Högskolan Dalarna**, 2011, s.2

Bu konuda gelişmiş ülkeler için yapılan ampirik çalışmalardan<sup>138</sup> ortaya çıkan sonuçlara göre merkez bankasının bağımsızlığı (çeşitli göstergelerle ölçülen sayısal yüzde değer) arttıkça enflasyon haddi düşmekte, işsizlik ve GSYİH hızı ise değişmemektedir. Hesaplanan bu bağımsızlık endeklerine göre en bağımsız merkez bankasına sahip ülkeler olan Almanya ve İsviçre, aynı zamanda en düşük enflasyon oranlarına da sahip ülkeler olmuşlardır. Bu gelişmiş ülkeler arasında en düşük merkez bankası bağımsızlık endeksine sahip ülkeler olan İspanya ve Yeni Zelanda aynı zamanda en yüksek enflasyon oranlarına sahip ülkeler olarak karşımıza çıkmaktadır.<sup>139</sup>

Bu durum Grafik 1.7 ve Tablo 1.8’ de görülmektedir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin yasal bağımsızlık endeks değerleri ile yıllık ortalama logartimik enflasyon oranlarının verildiği Tablo 1.8’de üç farklı ülke sütünü vardır. Dünya Bankası’nın kişi başı gelir düzeyine göre yaptığı bu sınıflandırmada üst, orta ve düşük gelir grupları birlikte analiz edilmiştir. Hepsi sanayileşmiş Avusturya, Almanya ve İsviçre’de en yüksek yasal bağımsızlık değerleri gözlenirken, Fas ve Polonya gibi gelişmekte olan ülkelere ise en düşük endeks değerleri görülmektedir.

Tabloda Türkiye’nin bağımsızlık endeksi 0.46 iken ortalama enflasyon oranı % 41 olarak gerçekleşmiştir. Grafik’e dikkatle bakıldığında ortalama enflasyon oranı ile bağımsızlık arasındaki negatif ilişki (her ülke için olmasa da) kabaca görülebilmektedir. Aslında bu negatif ilişki gelişmiş ülkeler için daha çok söz konusudur. Oysa tüm örneklem kümesi yani, gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkeler beraber değerlendirildiğinde ortaya çıkan sonuç Grafik 1.8’de görülmektedir. Buna

---

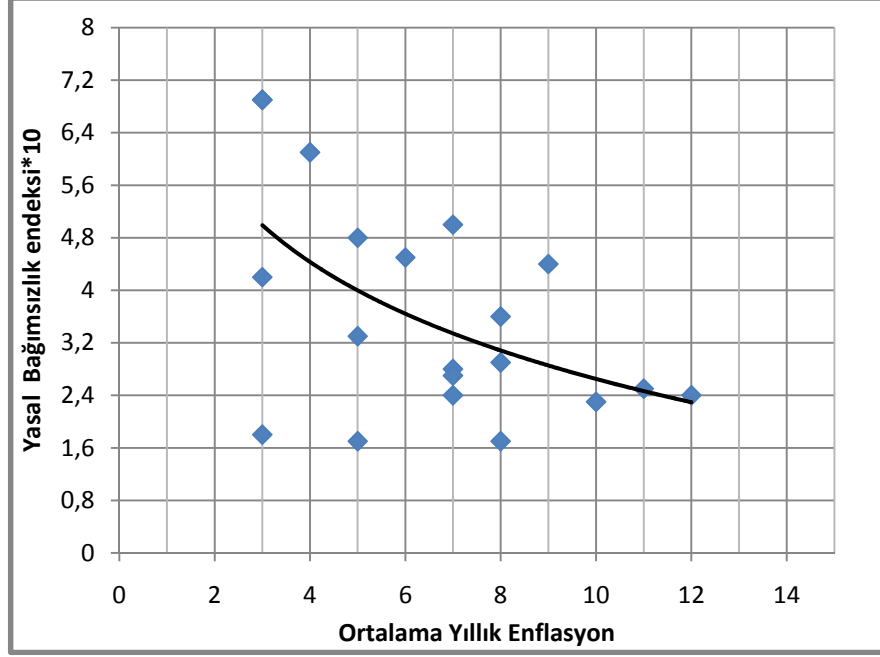
<sup>138</sup> **Daha fazla bilgi için bkz.** Vittorio Grilli, Donato Masciandaro and Guido Tabellini, “Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries”, **Economic Policy**, 1991, s. 342-392.; Sylvester C.W. Eijfinger, and Eric Schaling, “Central Bank Independence : Criteria and Indices”, **Research Memorandum** No 548, Department of Economics, Tilburg University, 1992.; Guy Debelle, Stanley Fischer, "How Independent Should a Central Bank Be?", **Working Papers in Applied Economic Theory**, 94-05, Federal Reserve Bank of San Francisco, 1994.; Robin Bade & Michael Parkin, “Central Bank Laws and Monetary Policy”, **University of Western Ontario**, October 1988.; Alex Cukierman, Steven B. Webb and Bilin Neyapti, "Measuring the Independence of Central Banks and It's Effect on Policy Outcomes", **The World Bank Economic Review**, Vol: 6, No: 3, September, 1992, s.52’den aktaran Murat Kaykusuz, “Merkez Bankasının Bağımsızlığı ve Enflasyon Arasındaki İlişki” , (Çevrimiçi), <http://kaykusuz.tripod.com/id44.html>., Erişim: 23.04.2011

<sup>139</sup> David Romer, **Advanced Macroeconomics**, Third Edition, The McGraw-Hill, 2006, s. 518



göre gelişmekte olan ülkelerle az gelişmiş ülkelerde yasal bağımsızlık endeksi artsa bile enflasyon oranında bir dūřme olmadığı; bu ikisi arasındaki ilişkinin yatay bir seyir izlediğı; yani, ilişkisizlik durumu olduğı görülmektedir.

**Grafik 1.7. Gelişmiş lkelerde Merkez Bankası Bağımsızlığı ve Ortalama Enflasyon İlişkisi**



**Kaynak:** Alex Cukierman, Steven B. Webb and Bilin Neyapti, "Measuring the Independence of Central Banks and It's Effect on Policy Outcomes", The World Bank Economic Review, Vol.6, No.3. 353-398, September, 1992, .362 verilerden yazarın kendi çizimidir.

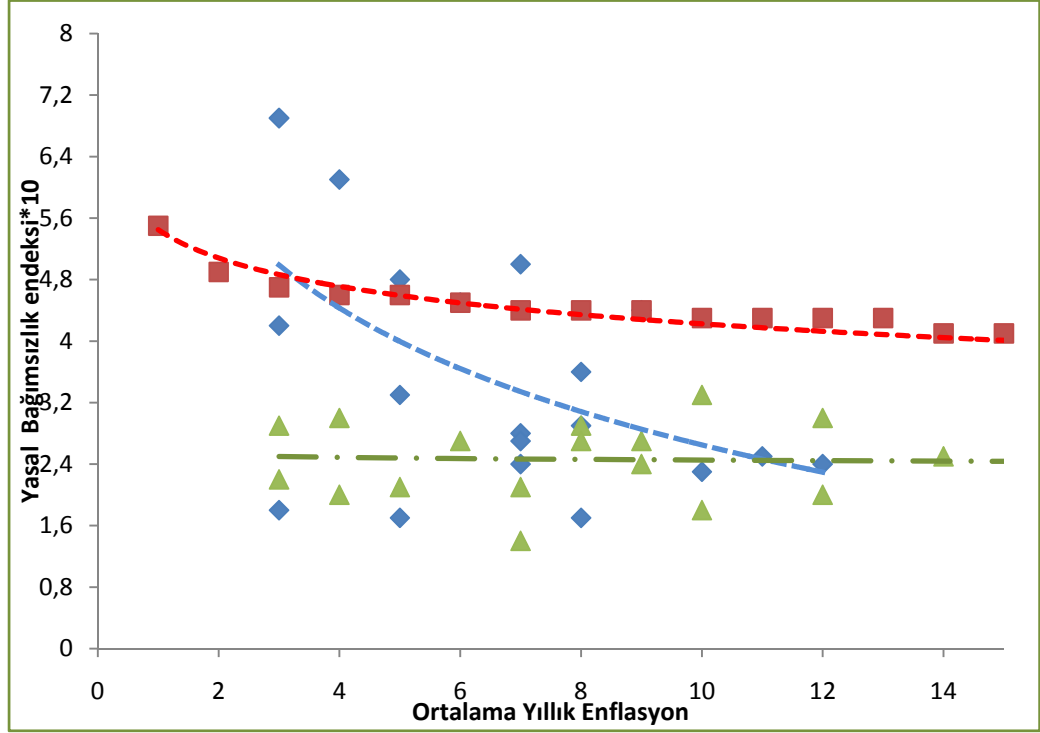
**Tablo 1.8. Merkez Bankası Yasal Bağımsızlık Endeksi\* ve Yıllık Enflasyon Oranları\*\* Arasındaki İlişki**

| Ekonomi      | Merkez Bankası Yasal Bağımsızlık Endeksi | Ortalama Enflasyon 1980-1989 (Yüzde) | Ekonomi    | Merkez Bankası Yasal Bağımsızlık Endeksi | Ortalama Enflasyon 1980-1989 (Yüzde) | Ekonomi       | Merkez Bankası Yasal Bağımsızlık Endeksi | Ortalama Enflasyon 1980-1989 (Yüzde) |
|--------------|------------------------------------------|--------------------------------------|------------|------------------------------------------|--------------------------------------|---------------|------------------------------------------|--------------------------------------|
| Almanya      | 0.69                                     | 3                                    | Yunanistan | 0.55                                     | 18                                   | Botsvana      | 0.33                                     | 10                                   |
| İsviçre      | 0.69                                     | 3                                    | Mısır      | 0.49                                     | 16                                   | Zambiya       | 0.33                                     | 25                                   |
| Avusturya    | 0.61                                     | 4                                    | Kostarika  | 0.47                                     | 23                                   | Gana          | 0.31                                     | 37                                   |
| Danimarka    | 0.50                                     | 7                                    | Şili       | 0.46                                     | 19                                   | Romanya       | 0.30                                     | 4                                    |
| ABD          | 0.48                                     | 5                                    | Türkiye    | 0.46                                     | 41                                   | Bolivya       | 0.30                                     | 119                                  |
| Kanada       | 0.45                                     | 6                                    | Nikaragua  | 0.45                                     | 128                                  | Samoa Adaları | 0.30                                     | 12                                   |
| İrlanda      | 0.44                                     | 9                                    | Malta      | 0.44                                     | 3                                    | Çin           | 0.29                                     | 8                                    |
| Hollanda     | 0.42                                     | 3                                    | Tanzanya   | 0.44                                     | 27                                   | Singapur      | 0.29                                     | 3                                    |
| Avustralya   | 0.36                                     | 8                                    | Kenya      | 0.44                                     | 10                                   | G. Kore       | 0.27                                     | 8                                    |
| İzlanda      | 0.34                                     | 32                                   | Filipinler | 0.43                                     | 13                                   | Endonezya     | 0.27                                     | 9                                    |
| Lüksemburg   | 0.33                                     | 5                                    | Zaire      | 0.43                                     | 45                                   | Kolombiya     | 0.27                                     | 21                                   |
| İsveç        | 0.29                                     | 8                                    | Peru       | 0.43                                     | 108                                  | Tayland       | 0.27                                     | 6                                    |
| Finlandiya   | 0.28                                     | 7                                    | Honduras   | 0.43                                     | 7                                    | G. Afrika     | 0.25                                     | 14                                   |
| İngiltere    | 0.27                                     | 7                                    | Venezuela  | 0.41                                     | 6                                    | Macaristan    | 0.24                                     | 9                                    |
| İtalya       | 0.25                                     | 11                                   | Bahamalar  | 0.41                                     | 6                                    | Uruguay       | 0.24                                     | 45                                   |
| Yeni Zelanda | 0.24                                     | 12                                   | Portekiz   | 0.41                                     | 16                                   | Panama        | 0.22                                     | 3                                    |
| Fransa       | 0.24                                     | 7                                    | Arjantin   | 0.40                                     | 143                                  | Pakistan      | 0.21                                     | 7                                    |
| İspanya      | 0.23                                     | 10                                   | Habeşistan | 0.40                                     | 4                                    | Brezilya      | 0.21                                     | 419                                  |
| Japonya      | 0.18                                     | 3                                    | Lübnan     | 0.40                                     | NA                                   | Tayvan        | 0.21                                     | 5                                    |
| Norveç       | 0.17                                     | 8                                    | İsrail     | 0.39                                     | 72                                   | Zimbabve      | 0.20                                     | 12                                   |
| Belçika      | 0.17                                     | 5                                    | Barbados   | 0.38                                     | 7                                    | Katar         | 0.20                                     | 4                                    |
|              |                                          |                                      | Uganda     | 0.38                                     | 72                                   | Nepal         | 0.18                                     | 10                                   |
|              |                                          |                                      | Nijerya    | 0.37                                     | 18                                   | Yugoslavya    | 0.17                                     | 73                                   |
|              |                                          |                                      | Malezya    | 0.36                                     | 4                                    | Fas           | 0.14                                     | 7                                    |
|              |                                          |                                      | Meksika    | 0.34                                     | 50                                   | Polonya       | 0.10                                     | 36                                   |
|              |                                          |                                      | Hindistan  | 0.34                                     | 9                                    |               |                                          |                                      |

\*:Maksimum yasal bağımsızlık endeksi '1', minimum bağımsızlık endeksi değeri ise '0' olarak kabul edilmiştir. \*\*: enflasyonlar logaritmiktir.

**Kaynak:** Alex Cukierman, Steven B. Webb and Bilin Neyapti, "Measuring the Independence of Central Banks and It's Effect on Policy Outcomes", The World Bank Economic Review, Vol. 6, No. 3: 353-398, September, 1992, .362

**Grafik 1.8. Gelişmiş, Gelişmekte olan ve Az Gelişmiş Ülkelerde Merkez Bankası Bağımsızlığı ve Ortalama Enflasyon İlişkisi**



**Kaynak:** yazarın kendi hesaplamalarıdır.

Enflasyonla merkez bankası bağımsızlığı arasında genelde gelişmiş ülkeler için var olan ters ilişki, bağımsızlığın illede düşük enflasyona yol açacağı anlamına gelmemelidir.<sup>140</sup>Gelişmiş ülke olup merkez bankasına tam bağımsızlık veren ülkelerin bazılarında enflasyon yüksek oranlarda seyredebilmektedir.

Psikolojik nedenler de düşük enflasyon oluşmasını tetikleyebilmektedir. Örneğin Posen (1993)'e göre Almanya'daki düşük enflasyonun nedeni yapısalıdır. Birinci dünya savaşında hiper enflasyon yaşayan Almanlar bunu belleklerinden silmemektedir, hala yüksek enflasyon kaygısı ile yaşamaktadırlar (aversion to inflation).

<sup>140</sup> David Romer, **Advanced Macroeconomics**, Third Edition, The McGraw-Hill, 2006, s. 518.

#### 1.6.1.1.Siyasi ve Ekonomik Bağımsızlık

Merkez bankasının siyasi grupların yada toplumdaki diğer baskı gruplarının etkisinde olmaksızın serbestçe karar alabilmesi siyasi bağımsızlığı adına önem arz etmektedir. Grilli ve Tabelli, 1991 yılında merkez bankası bağımsızlığı için siyasi ve ekonomik bağımsızlık ayrımı yapmışlardır. Buna göre siyasi bağımsızlık denince merkez bankasının, hükümetin etkisi altında kalmaksızın, politika hedeflerini özgürce seçebilme yeteneği anlaşılmaktadır. Grilli ve Tabelli'nin yaptığı araştırma sonuçlarına göre siyasi bağımsızlık için bakılacak parametreler şunlardır: Merkez bankası başkanının ve yönetim kurulunun hükümet tarafından seçilip-seçilmediği, merkez bankası başkanının ve yönetim kurulunun görev süreleri, bankanın yönetim kurulunda hükümet temsilcisinin bulunup bulunmadığı, para politikası kararları için hükümetin onayının gerekip gerekmediği ve merkez bankası kanununda fiyat istikrarı amacının doğrudan ve belirgin bir biçimde belirlenip-belirlenmediği<sup>141</sup>

Daha açık bir ifade ile siyasi yönden bir merkez bankasının bağımsız olması; merkez bankasının para politikasını siyasi erkin baskısına maruz kalmadan gerektiği zaman ve gerektiği araçlarla kendisinin belirleyebilmesi, taahhüt ettiği hedefleri yeri geldiğinde değiştirebilme hakkına sahip olması anlaşılmalıdır.<sup>142</sup>

Ekonomik bağımsızlık ise, izlenecek hükümet politikalarına kredi verilmemesi yada avans desteği sağlanmamasını ifade eder. Ancak ekonomik bağımsızlığı kesinleştiren olgu yasa ile merkez bankasının kamu kesimine kredi açmasının yasaklanmasıdır. Ekonomik bağımsızlık için bakılacak en iyi gösterge değer kamu harcamalarının finansmanında merkez bankası kredilerinin ne ölçüde kullanıldığıdır. Hükümet merkez bankasına avans desteği için ne kadar çok başvurursa bankanın ekonomik bağımsızlığı o ölçüde zedelenmiş olacaktır.<sup>143</sup>

---

<sup>141</sup> V. D. Masciandaro Grilli ve G. Tabellini, "Political and Monetary Institution and Public Financial Policies in Industrial Countries", **Economic Policy**, Vol. 6, No. 13, Oct. 1991, s.198–210.

<sup>142</sup> Suat Oktar, **Merkez Bankasının Bağımsızlığı**, Birinci Baskı, İstanbul: Bilim Teknik Yayınları, Ekim 1996, s.84

<sup>143</sup> Süreyya Serdengeçti, "I- Merkez Bankası Bağımsızlığı", **Finansal Politik Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Yıl:3, S:477, Aralık 2003, s.46.

### 1.6.1.2.Yasal Bağımsızlık

Yasal bağımsızlık, merkez bankasının siyasi baskılardan uzak, hem yönetim hem de yürütme anlamında uygulamak istediği kararları özgürce almasını kanunla teminat altına almayı ifade etmektedir. Merkez bankası yasası ile sağlanan yasal bağımsızlık; bankanın başkanının atanma şekli, görev süresinin belirlenmesi görevden alınması, para politikasının işleyişi gibi konularda merkez bankasının hangi düzeyde sorumlu olacağı, hükümete açılacak krediler için gerekli şartların ne olacağının belirlenmesi konularını ihtiva etmektedir.<sup>144</sup> Ancak bunun yanı sıra gelişmekte olan ülkelerde genellikle bir kriz olunca hukuki kurallar rafa kaldırılmakta ve geçici yollara başvurularak merkez bankası yasal bağımsızlığına darbe vurulmaktadır.<sup>145</sup> Örneğin Arjantin’de 1950-1989 arası dönemde merkez bankası başkanlarının yasadaki görev süreleri dört yıl olmasına rağmen buna hiç uyulmamıştır. Çünkü kanunlarla görev süreleri belirlenmesine rağmen her hükümet yada maliye bakanı değişikliğinde başkanın istifa etmesi zaman içinde teamül olmuştur. O halde yasadaki kuralları sadece bankanın değil; aynı zamanda siyasilerin de içselleştirmiş olmaları, fiyat istikrarı bağlamında önem arz etmektedir.<sup>146</sup>

### 1.6.1.3.Araç Bağımsızlığı

Araç bağımsızlığı, merkez bankasının para politikası araçlarını serbestçe sınırlamaya tabi tutulmaksızın kullanabilmesi olarak tarif edilmektedir.<sup>147</sup> Bir anlamda merkez bankalarının görev ve yetki bakımından kazandığı yasal bağımsızlıklarını uygulama aşamasına geçirmeleridir. Bu sayede merkez bankası ekonomik şartlara ve hükümetin belirlediği hedeflerle uyumlu olarak hangi para politikası aracını ne oranda kullanacağına karar verirken tekil davranmaktadır.

---

<sup>144</sup> Oktar, **Merkez Bankasının Bağımsızlığı**, 84-85’den Aktaran: İlhan Eroğlu, “Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ve Türkiye Uygulamasının Performans Analizi”, (Marmara üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Basılmamış doktora tezi) İstanbul 2009, s.92

<sup>145</sup> Salih Barışık, “Merkez Bankası Bağımsızlığı, Makroekonomik Etkileri ve 2001 Tarihli TCMB Kanununun Yansımaları”, **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, Cilt.59, Sayı.3, 2004, s.3.

<sup>146</sup> Fatih Özatay, **Parasal İktisat Kuram ve Politika**, Efil Yayınevi, Ankara, 2011, s.315.

<sup>147</sup> Alberto Alesina and Lawrence. H. Summers, “Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence”, **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.25, No. 2, 1993, pp. 151-163, s. 151–153.

Temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olan merkez bankası, kanunda geçen “fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler” ifadesi aynı zamanda araç bağımsızlığına da göndermede bulunmaktadır.<sup>148</sup>Böylelikle, merkez bankası, amaçlanan hedefe ulaşmak için temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını özgürce belirleyebilme hakkına sahip olmakta; hükümete de ayrıca bu konuda danışma ihtiyacı duymamaktadır.

Merkez Bankası araç bağımsızlığı ile bir yandan para politikalarının kredibilitesini arttırırken, öte taraftan da piyasalara kısa dönemli siyasi çıkarlar için uygulanan yada uygulanması düşünülen para politikası programlarına itibar etmeyeceği mesajını vermektedir.<sup>149</sup>

Bugün dünyadaki tüm merkez bankaları hedeflerini gerçekleştirmeye yönelik para politikası araçlarını seçme ve uygulamada tekildir. Gelişmekte olan Türkiye gibi ülkelerde para politikaları maliye politikalarının gölgesinde kalmakta ve bu anlamda merkez bankası araç bağımsızlığı kanunla sabir görülmüş olsa bile, gerçekte merkez bankaları hükümetlerden fazla bağımsız hareket edememektedirler. Oysa bankanın kullanacağı araçları, başka kuruluş yada organlarla paylaşmadan kendisinin belirleyebilmesi ve uygulayabilmesi, temel amacı olan fiyat istikrarını gerçekleştirmede büyük önem arz etmektedir.<sup>150</sup>

#### **1.6.1.4.Amaç Bağımsızlığı**

Merkez bankasının tam istihdam, fiyat istikrarı, finansal istikrar, büyüme gibi makroekonomik değişkenlerden temel hedef doğrultusunda seçim yapma bağımsızlığı, amaç bağımsızlığı olarak ifade edilmektedir.<sup>151</sup> Yani; merkez bankası

---

<sup>148</sup> Bayram Çolakoğlu, “Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş Bağlamında TC Merkez Bankası Bağımsızlığının Fonksiyonelliği”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 2002/2: 17-31, s.19.

<sup>149</sup> Almıla Karasoy, Mesut Saygılı, Cihan Yalçın, “Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası ve Bazı Ülke Deneyimleri”, **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği**, Ankara, No. 9801, Mart 1998, s.31.

<sup>150</sup> Eroğlu, **a.g.e.**, s.92

<sup>151</sup> Süreyya Serdengeçti, “Merkez Bankası Bağımsızlığı”, Şubat 2005, s. 6, (Çevrimiçi), <http://www.tcmb.gov.tr>, Erişim: 12.06.2011

amacını tek başına belirleyebiliyorsa amaç bağımsızlığına sahip demektir. Diğer durumlarda merkez bankası ya hükümetle ortaklaşa bir amaç belirliyordur; yada hükümet tek başına bu amacı belirlemekte ve merkez bankasından bunu gerçekleştirmesini beklemektedir.

Demokratik toplumlarda yasa ile merkez bankalarına ya amaç bağımsızlığı verilmekte ya da amacın nasıl saptanacağı belirtilmektedir. Hükümetle birlikte amaç belirlemek bu bakımdan anti-demokratik görülmemelidir. Türkiye’deki uygulama, merkez bankasının hükümetle beraber bir enflasyon oranı belirlemesi şeklindedir.

Günümüzde merkez bankalarının hedeflediği öncelikli tek amaç, daha önce de belirtildiği gibi fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu hedefe ulaşmak için uygulanacak para politikaları ile maliye politikalarının etkin olarak çalışması büyük önem arz etmektedir. İzlenecek maliye ve para politikalarının aktarım mekanizmaları yolu ile istenilen etkide bulunması için gelişmiş finansal piyasalara ihtiyaç duyulmaktadır.<sup>152</sup>Çünkü sağlam ve gelişmiş olmayan piyasalar politika sonuçlarının hem geç ortaya çıkmasına hem de etkisinin zayıf kalmasına neden olmaktadır.

### 1.6.2. Merkez Bankası Bağımsızlığını Ölçme

Merkez bankası bağımsızlığını bir endeksle ifade etmenin geçmişi 1980’lerin başına dayanmaktadır. Bade ve Parkin (1982), 12 gelişmiş ülke için merkez bankası bağımsızlığını ölçen bir endeks oluşturmuşlardır.<sup>153</sup> Daha çok siyasi yönden bağımsızlığı inceleyen bu çalışmayı Grilli ve diğerleri (1991)’nin ekonomik bağımsızlığı da kattığı endeksleme çalışması izlemiştir.<sup>154</sup> 1992 yılında Cukierman, Webb ve Neyaptı, 21 gelişmiş ve 51 de gelişmekte olan ülke için yasal bağımsızlıkla

---

<sup>152</sup> Sylvia Maxfield, **Gatekeepers of Growth: The International Political Economy of Central Banking in Developing Countries**, Princeton University Press, 1997, s.9-10

<sup>153</sup> Robin Bade ve Michael Parkin, “Central Bank Laws and Monetary Policy”, Basılmamış Çalışma

<sup>154</sup> Vittorio Grilli, Donato Masciandaro ve Guido Tabellini, “Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries”, **Economic Policy**, 1991, pp. 342-392.

beraber para politikasının uygulanma yöntemini incelemişler. Üç ana kategoride yasal bağımsızlık endeksini ortaya çıkarmaya çalışmışlardır.<sup>155</sup>

Birinci kategori “siyasi bağımsızlık” olup, toplam bağımsızlık endeksinin yüzde 20’lik kısmını teşkil etmektedir. Bu grup ta kendi içinde;

- başkanın görev süresi,

- başkanı kimin atadığı,

- kamuda başka görev yapıp yapmadığı

- ve gerektiğinde görevden alınabilmesi gibi dört alt kategoride farklı yüzdelerle temsil edilmektedir. Her bir kategori merkez bankası bağımsızlığı açısından tam olumlu katkı sunuyorsa ‘1’ puanını, tam negatif katkı sunuyorsa ‘0’ puanını almaktadır. Bu alt kategorilere bağımsızlık endeksine sunduğu katkının olumlu yada olumsuz olmasına ve de katkı gücüne göre bir  $p \in [0,1]$  olasılığı atanmaktadır.

İkinci kategori, para politikasının uygulanma biçimine ilişkindir. Bu grubun endeksteği ağırlığı yüzde 15 olup, üç adet alt kategoriden oluşmaktadır:

- Para politikasını kimin belirlediği,

- banka ile hükümet arasındaki anlaşmazlıkta son sözün kimde olduğu,

- ve bankanın maliye politikası hakkında görüş belirtip belirtmediği.

Para politikasını merkez bankası tek başına oluşturuyorsa ‘1’ değerini, politika oluşumuna hiç müdahili olamıyorsa ‘0’ değerini almaktadır. Diğer muhtemel durumlar için 0,67 ve 0,33 değerleri atanmaktadır. Bankanın maliye politikası hakkında fikir beyan etmesi ‘1’; etmemesi ‘0’ değeri ile temsil edilmektedir.

---

<sup>155</sup> Alex Cukierman, Steven B. Webb and Bilin Neyapti, "Measuring the Independence of Central Banks and It's Effect on Policy Outcomes", **The World Bank Economic Review**, Vol: 6, No: 3, September, 1992. pp.353-398, s.358-360.



Üçüncü kategori, amaç değişkeninden oluşmaktadır. Bunun endeksteği ağırlığı yüzde 15 dir. Fiyat istikrarı tek amaç ise ‘1’, yasal amaçlar arasında fiyat istikrarı yoksa ‘0’ ataması yapıyor. Fiyat istikrarının kendisiyle çelişen yada çelişmeyen diğer politikalarla beraber amaçlanması durumunda ise 0,60 ve 0,40 değerleri atanıyor.

Yukarıda sayılan üç kategori toplam endeksin yüzde 50’sini oluşturmaktadır. Kalan yüzde 50’lik dilim de merkez bankasının “ekonomik bağımsızlığına” ilişkindir; yani hükümetle ve diğer kamu kurumları ile olan ekonomik ilişkilere dairdir. Bu sınıfın da alt dalları vardır. Buna göre merkez bankasının hükümete kredi vermesi yasaksa ‘1’; değilse ‘0’ değeri atanmaktadır. Bu alt sınıfın toplamdaki payı da yüzde 15’dir. Tahvil karşılığı kredi vermesi serbestse ‘0’ değilse ‘1’ değeri verilmektedir. Bunun da toplam endekse katkısı yüzde 10 kadardır. Kredilerin miktar, vade ve faizini merkez bankası belirliyorsal’1’, banka bunları belirleyemiyorsa ‘0’ değerini almakta olup bu kategorinin de toplam endeksteği ağırlığı yüzde 10 dur. Merkez bankasının kamu tahvillerini birincil piyasalardan temin etmesi ‘1’ edememesi ‘0’ değeri ile gösterilmekte ve toplamda da yüzde 2.5 ile gösterilmektedir. Merkez bankası nezdindeki mevduatların vade durumu toplam endekse yüzde 2.5’luk katkı yapmakta olup, mevduatların bankada kalma süresi 6 aydan kısa ve yasada bu belirtilmişse ‘1’, diğer durumlarda ‘0’ değerini atamaktadır. Diğer kalan özellikler de toplam endeksin yüzde 10 kadarını temsil etmektedir.

1980-1989 dönemini kapsayan çalışmaya göre Avusturya, İsviçre ve Almanya merkez bankaları yasal olarak en bağımsız bankalar olmaktadırlar. Aldıkları puanlar sırasıyla, 0.69, 0.64 ve 0.61 dir. Bu listenin en az bağımsız bankaları da Yugoslavya, Fas ve Polonya merkez bankalarıdır. Aldıkları puanlar sırayla 0.17, 0.14 ve 0.10 dur. Türkiye bu liste’nin ortalarında 0,46’lık bağımsızlık endeksi ile yer almaktadır.<sup>156</sup>

Tablolardan ortaya çıkan bu sonuçları bir panel veri çalışması ile ampirik olarak test etmek isteyen Cukierman, Webb ve Neyaptı (1992), merkez bankasının yasal, siyasi

---

<sup>156</sup> 1992 yılına ait bir çalışma olduğuna vurgu yapalım

ve ekonomik bağımsızlığını bir model çerçevesinde tahmin etmişlerdir. Modelin tahmin çıktıları aşağıdaki gibidir.<sup>157</sup>

$$D = 0.27 + 0.161lcbi + 0.57Tor - 0.46qcbi \quad (1.18)$$

$$\text{Düzeltilmiş } R^2 = 0.38, \quad N = 22$$

Burada D, ortalama enflasyon oranını; lcbi merkez bankası yasal bağımsızlık endeksini; Tor merkez bankası başkanının görev değişim sıklığı; qcbi ise merkez bankasının toplamda ortaya çıkan nihai bağımsızlık endeks değerini göstermektedir. Buna göre qcbi parametresinin katsayısı beklendiği gibi negatif ve anlamlı çıkmıştır.<sup>158</sup> Yani toplamda merkez bankasının bağımsızlığı yüzde bir kadar arttığında (bir puan), ortalama enflasyon 0,46 kadar düşmektedir. Ayrıca merkez bankası başkanının sık sık görev değiştirdiği bir ekonomide de enflasyon oranının 0.57 kadar arttığı tahmin edilen modelden görülmektedir.

Çalışmalar sonucunda MB bağımsızlığını arttıran dört ana unsurdan bahsetmek mümkündür:<sup>159</sup>

- Başkanın uzun süre görevde kalması
- Bütçenin hazırlanmasında MB'nın aktif rol oynaması
- Kamu kesimine açılan kredilerin sınırlandırılması
- Merkez bankasının fiyat istikrarı dışında başka bir amaca yönelmemesi.

### 1.6.3. Türkiye’de Merkez Bankası Bağımsızlığı

Hazine'nin finansman ihtiyacının merkez bankasınca kısa vadeli avanslarla karşılanması, Merkez Bankasının karşılıksız para basması anlamına gelmektedir.<sup>160</sup>

<sup>157</sup> Cukierman, Webb ve Neyapti, **a.g.e.**, s.374.

<sup>158</sup> Cukierman, Webb ve Neyapti, **a.g.e.**, s.374.

<sup>159</sup> Hasan Can Oktaylar, **KPSS A İktisat**, Yargı Yayınları, 2010, s.468.

Para basılması ise, Romer (1996) da ve bu tezin “enflasyon ve parasal ilişki” bölümünde anlatıldığı gibi uzun vadede hem enflasyonist bekleyişleri doğurarak ekonomik istikrara zarar vermekte hem de parasallaşma hızından daha yüksek bir enflasyon oranına erişildiğinden reel olarak gelir kayıpları yaşanmasına sebep olmaktadır. Bundan dolayı da birçok ülke 1990’dan sonraki dönemde avans verme uygulamasına kanunlarla son vermiştir. Türkiye’de de 1994 yılından başlayarak kademeli olarak avans uygulaması sınırlandırılmış, 25.04.2001 tarihli Merkez Bankası Kanunu ile de yürürlükten tamamen kaldırılmıştır.<sup>161</sup> Söz konusu tüm bu yapısal ve yasal değişikliklerin sonucunda merkez bankası, hükümetten bağımsız olarak faaliyet gösteren ve temel amacı fiyat istikrarı olan tek para otoritesi haline gelmiştir. En son 23.01.2008 tarih ve 5728 sayılı “Temel Ceza Kanunlarına Uyum Amacıyla Çeşitli Kanunlarda ve Diğer Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanunu” ile TCMB Kanununun 68. “Ceza hükümleri” maddesi değiştirilmiş ve günümüzdeki şeklini almıştır.

9 Mayıs 2001’ de değişen TCMB kanunu önemli değişiklikler içermektedir. Yeni yasada merkez bankasının kullanacağı aracı seçmekte özgür olduğu ve bankanın temel amacının fiyat istikrarı olduğu ifade edilmektedir:

**Madde 4:** “Bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Banka, fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler”

**Madde 4c:** “Banka, fiyat istikrarını sağlamak amacıyla bu Kanunda belirtilen para politikası araçlarını kullanmaya, uygun bulacağı diğer para politikası araçlarını da doğrudan belirlemeye ve uygulamaya yetkilidir”

**Madde 4b:** “Banka, Hükümetle birlikte enflasyon hedefini tespit eder, buna uyumlu olarak para politikasını belirler. Banka, para politikasının uygulanmasında tek yetkili ve sorumludur.”

---

<sup>160</sup> TCMB, (Çevrimiçi), <http://www.tcmb.gov.tr/>, Erişim: 10.03.2011.

<sup>161</sup> TCMB,

**Madde 56:** “Banka, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarına avans veremez ve kredi açamaz, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarının ihraç ettiği borçlanma araçlarını birincil piyasadan satın alamaz”<sup>162</sup>

Bu dört madde birlikte okunduğunda ortaya çıkan sonuç, TCMB’nin amaç bağımsızlığına sahip olmadığı;<sup>163</sup> ancak yasal, ekonomik ve araç bağımsızlıklarına sahip olduğudur. Böylece bu yasa sayesinde TCMB’nin doğrudan kamu kesimine kredi açarak parasal genişlemeyi tetiklemesinin önü kapanmış olmaktadır. Ayrıca başkanın görev ve yetkileri yasa tarafından belirlendiği için, banka aynı zamanda siyasi yönden de bağımsız olmaktadır.

Merkez Bankası eski Başkanı Durmuş Yılmaz yapılan yasal değişiklikleri kastederek, “Merkez bankası bağımsızlığı fiyat istikrarının sağlanabilmesi için hayati bir kurumsal düzenlemedir” ifadesini kullanmıştır.<sup>164</sup>

TCMB’nin hukuksal altyapısında 1991 ve 2001’de yapılan bir dizi değişiklikle banka daha bağımsız hale gelmiştir. Cukierman, Webb ve Neyaptı (1992) tarafından oluşturulan bağımsızlık endeksine göre TCMB yasal olarak 0.46 düzeyinde bağımsız bir banka iken, 2001’de yapılan düzenlemelerle bu oran 0.86’ya yükseltilmiştir.<sup>165</sup> Yukarıda anlatılan bağımsızlık kriterleri çerçevesinde TCMB için 2001 öncesinde oluşturulan endeks durumu Tablo 1.9’da görülmektedir.

**Tablo 1.9 TCMB Yasal Bağımsızlığı (1970–1991)**

| <b>Kriterler</b>               | <b>1970</b> | <b>1991</b> |
|--------------------------------|-------------|-------------|
| <b>1. Banka Yöneticisinin:</b> |             |             |
| a. Görev Süresi                | 0.5         | 0.5         |
| b. Atayan Kurum                | 0.75        | 0.25        |
| c. İşten Alma                  | 0.83        | 0.83        |
| d. MB Başkanı Hükümette        |             |             |

<sup>162</sup> Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu, Kanun No: 1211, Kabul Tarihi: 14.1.1970, (çevrimiçi), <http://tcmb.gov.tr/>, Erişim: 12.12.2010

<sup>163</sup> Enflasyon hedefini hükümetle ortaklaşa belirler anlamına gelmektedir.

<sup>164</sup> Durmuş Yılmaz, Para Politikası Sunumu, **TCMB**, Gaziantep, 7 Haziran 2007, s.5.

<sup>165</sup> Bülent Günsoy, “Hukuksal Yapı ve İktisadi Başarı : TCMB Örneği”, **İ.Ü.Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi** No: 23-24, Ekim 2000-Mart 2001,(Çevrimiçi), <http://www.istanbul.edu.tr/siyasal/dergi/sayi23-24/13.htm>., Erişim: 23.04.2011

|                                                          |             |             |
|----------------------------------------------------------|-------------|-------------|
| Görev Alabilir mi?                                       | 0           | 1           |
| <b>2. Para Politikasının Oluşumu:</b>                    |             |             |
| a. Para Pol. Kim Oluşturur                               | 0.33        | 0.67        |
| b. Anlaşmazlık Durumunda Son Sözü Kim Söyler             | 0.8         | 0.8         |
| c. Bütçe Oluşumunda MB Rolü                              | 0           | 0           |
| <b>3. Hedefler:</b>                                      | 0.6         | 0.4         |
| <b>4. Hükümete Borç Vermede Kısıtlamalar</b>             |             |             |
| a. Avanslar                                              | 0.33        | 0.67        |
| b. Tahvil Borçlanması                                    | 0.67        | 0.67        |
| c. Borçlanma Şartları                                    | 0.33        | 0.33        |
| d. Bankadan Borç Alabilecek Kurumlar                     |             | 0.33        |
| e. Kredi Limitleri                                       | 0           | 0           |
| f. Kredi Vadesi                                          | 0.67        | 0.67        |
| g. Kredi Faizleri                                        | 0.25        | 0.25        |
| h. MB'nın Piyasada Hükümet Tahvili Alım/Satım Serbestisi | 0           | 0           |
| <b>ENDEKS</b>                                            | <b>0.46</b> | <b>0.50</b> |

**Kaynak:** Hakan Berument ve Bilin Neyaptı, "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ne Kadar Bağımsız?", **Yayımlanmamış Çalışma**, 2000, s. 9–10.

2001 yılındaki son değişikliklerle birlikte TCMB'nin yasal bağımsızlık endeksi 0.86'lara ulaşmıştır.<sup>166</sup>Yapılan başka çalışmalara göre TCMB'nin günümüzde % 85 oranında bir bağımsızlık endeksine sahip olduğu ortaya çıkarılmıştır. Bu da bankanın önemli ölçüde bağımsız olduğunu göstermektedir.<sup>167</sup>

Ancak merkez bankalarının amaç, yasal ve araç bağımsızlığı, başarılı bir enflasyon hedeflemesi için yeterli değildir. Başarılı bir enflasyon hedeflemesi uygulaması için maliye politikaları kanalındaki diğer önemli yükümlülüklerin de (Bütçe açığı, iç borç stoku vb.) tam anlamıyla yerine getirilmesi gerekmektedir.<sup>168</sup>

<sup>166</sup> Nuran Gökbudak, "Central Bank Independence, The Bundesbank Experience and the Central Bank of the Republic of Turkey" **Discussion Paper**, No. 9610, 1996.

<sup>167</sup> Zekâyı Kaya, "**Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Bağımsızlığı ve Enflasyon İlişkisi**", (Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı İktisat Politikası Bilim Dalı Yayınlanmamış Doktora Tezi) İstanbul, 2007

<sup>168</sup> Gazi Erçel, **Açılış konuşması**, 1996, s.97

#### **1.6.4. TCMB Bağımsızlığının Büyüme, Enflasyon ve Bütçe Açığına Etkisi**

##### **1.6.4.1. TCMB Bağımsızlığının Büyümeye Etkisi**

Bu bölümde TCMB bağımsızlığının Türkiye’deki büyüme ve enflasyonla olan ilişkisi hem tarihsel perspektiften hem de ampirik bir bakış açısı ile analiz edilmektedir.

Öncelikle, Türkiye’de reel büyüme ile enflasyon arasındaki ilişkiye bakıldığında enflasyonun yükselişe geçtiği her dönemde büyümenin reel olarak azaldığını görmekteyiz (Tablo 1.10). Oysa enflasyon dönemleri para arzının arttığı, ekonomide canlanmanın olduğu ve işsizliğin azaldığı, yastık altı paraların ekonomiye kazandırıldığı dönemler olarak bilinir. Türkiye’de bu aktarım mekanizmasının çalışmamasının başlıca iki sebebinden bir tanesi enflasyonla beraber hazine bono ve devlet tahvil faizlerinin de yüksek olmasıdır. Bundan dolayı finansal varlıklar mali fonlar olarak tutulmuş, reel ekonomiye istenen ölçüde kazandırılmamıştır. Diğer sebep de artan bütçe açıklarının finansal piyasalar üzerindeki tam dışlama etkisidir. Böylece sanayi yatırımları için ucuz kredi bulma imkanı ortadan kalkmış olmaktadır.

Türkiye’de 1923-2010 arası dönemde enflasyon ve ortalama büyüme değerleri Tablo 1.10’da gösterilmektedir. Çok yüksek enflasyon oranlarına ulaşılan dönemlerde reel büyüme hızının ters orantılı olarak düştüğü görülmektedir. Bu yönüyle yaptığımız bu dönemlerarası karşılaştırmalı analizde büyüme hızında ve fiyatlar genel seviyesinde, kuruluş yılları ve ikinci dünya savaşı dönemi hariç, istikrarlı bir trend olduğunu görmekteyiz. Buna mukabil ikinci dünya savaşı ve sonrası yıllarda (1939-1948) en düşük büyüme oranları elde edilirken, kurtuluş yılları ve sonrasında (1923-1939) enflasyonun negatif; büyüme oranlarının da tarihi rekorlar kırdığını görmekteyiz. 1990-2001 dönemi, 1980-1989 ile karşılaştırıldığında enflasyonun yüksek ancak reel büyüme oranlarının da düşük olduğunu söyleyebiliriz. 1950-2010 arası dönemde genel olarak enflasyonun arttığı her dönemde büyümenin de reel olarak azaldığı çok açıktır. O halde Türkiye Ekonomisi için toplulaştırılmış ve dönemlere göre ortalaması alınmış enflasyon ve büyüme verilerinden oluşan tablo 1.10’dan ortaya

çıkan sonuç büyüme ve enflasyon arasında 1923-1948 dönemi hariç, negatif bir ilişki olduğu yönündedir (Grafik 1.9)

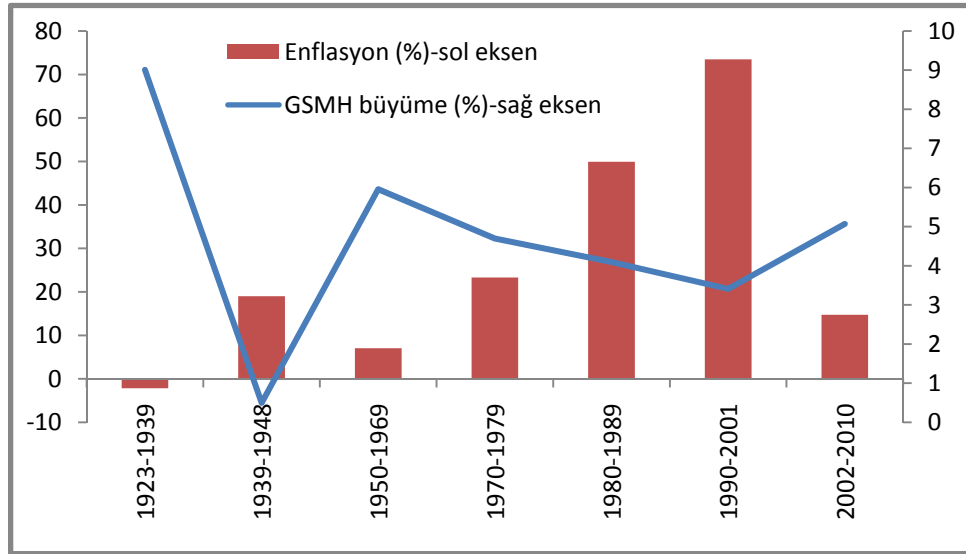
**Tablo 1.10: Dönemlere Göre Enflasyon Büyüme İlişkisi (%)**

|                        | 1923-1939 | 1939-1948 | 1950-1969 | 1970-1979 | 1980-1989 | 1990-2001 | 2002-2010 |
|------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>GSMH büyüme (%)</b> | 9,01      | 0,50      | 5,96      | 4,7       | 4,10      | 3,41      | 5,07      |
| <b>Enflasyon (%)</b>   | -2,16     | 19,00     | 7,06      | 23,32     | 49,94     | 73,48     | 14,72     |

-\*:Veriler ait oldukları dönemin yıllık ortalamalarıdır.1923-1939 ve 1950-1967 arası dönem verileri için Gülten Kazgan, **Tanzimat'tan 21.Yüzyıla Türkiye Ekonomisi**,Bilgi Üniversitesi Yayınları, 4. Baskı, İstanbul, 2009, s.75 ve s. 93 'den yararlanılmıştır.

**Kaynak:** TCMB,

**Grafik 1.9. Türkiye için Büyüme ve Enflasyon İlişkisi: 1923-2010**



**Kaynak:** TCMB ve Kazgan, **Tanzimat'tan 21.Yüzyıla Türkiye Ekonomisi**, s.75 ve 93.

Türkiye için 1960-2010 döneminde enflasyonun reel büyümeye olan negatif etkisini ve merkez bankası bağımsızlığının büyüme ve enflasyon üzerindeki etkisini ortaya çıkarmak için bir model tahmin etmek gerekir. Bunun için Süslü ve Bekmez (1998)'in kurduğu temel model üzerinden bu ilişki dönemsel olarak ortaya çıkarılmaya çalışılacaktır. Kurulan modelde bağımlı değişken çıktı açığı (y) ; bağımsız değişkenler ise uzun dönem enflasyon oranından sapma (igap), merkez bankası bağımsızlığı (cbi) ve ticari açıklık (open) değişkenleridir. Kriz yılları olan

1978-1979; 1994-1995; 200-2001 ve 2008-2009 yıllarının varsa şok etkilerini göstermek için de sırasıyla D1978, D1994, D2001 ve D2008 gölge değişkenleri (dummy variable) kullanılmıştır. 1978 döviz darboğazının etkileri D1978 ile, 1994 devalüasyonunun ve 5 Nisan kararlarının etkileri D1994 ile, 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizlerinin etkisi D2001 ve küresel mali krizin yol açtığı şokun etkisi de D2008 ile ölçülmeye çalışılmaktadır.

Uzun dönem büyüme hızı olarak kabul edilen potansiyel çıktı düzeyi ise Hodrick – Prescott filtreleme tekniği ile elde edilmiştir. Çıktı açığı, fiili çıktının potansiyel çıktıdan yüzdelik sapması olarak hesap edilmiştir. Çıktı açığı için Taylor (1993) referans<sup>169</sup> hesaplama yöntemi ele alınmıştır<sup>170</sup>. Yani;

$$y = \frac{100(Y - Y^*)}{Y^*} \quad (1.19)$$

Formülü kullanılmıştır. Bu denklemde Y:Reel GSYİH büyümesi; Y\*: Potansiyel GSYİH büyümesini göstermektedir. Türkiye için 1960-2010 dönemi boyunca potansiyel büyüme oranı yıllık ortalama yüzde 3,2 çıkmıştır. (1.19)'dan elde edilen y yüzdesel çıktı açığını göstermekte olup işareti ekonominin daralma yada genişleme yaşadığını göstermektedir:

$y < 0$  ise ekonomide daralma,

$y > 0$  ise ekonomide genişleme vardır

Türkiye için 1960-2010 dönemine ait çıktı açığının yüzdesel değişimi Grafik 1.10'da gösterilmektedir. Dikkatle bakıldığında 1994, 2000, 2001 ve 2008 krizlerinde çıktı açığı -% 200'leri geçmiştir.

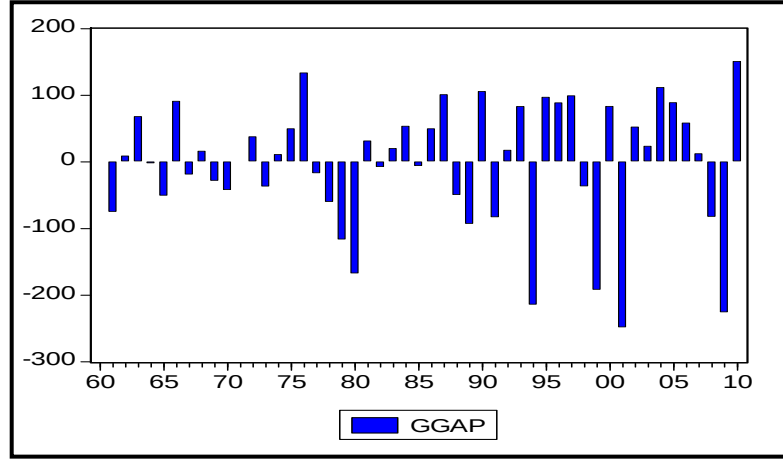
---

<sup>169</sup> **Taylor benzeri** kurallar merkez bankasının kısa vadeli faiz oranları ile üretimi kontrol edebileceği ve reel üretimden sapma ile mevcut enflasyonun hedeflenen enflasyondan apmasının bir fonksiyonu olarak modelleyebileceğini ortaya koymaktadır.Taylor kuralı özellikle gelişmekte olan ülkelerde finansal zayıflık ve enflasyon değerinden sapma neticesinde ortaya çıkan istikrarsızlıklardan ötürü bu ülkelerde iç dinamiklere uygulanmasını gerektirmektedir (Eroğlu, **Rasyonalite** , s.74)

<sup>170</sup>John B. Taylor, “Discretion Versus Policy Rules in Practice” **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, No.39, 1993, pp.195-214, s.202



**Grafik 1.10. Türkiye’de Çıktı Açığı: 1960-2010 Dönemi**



**Not:** y=GGAP olup çıktı açığını göstermektedir.

Ticari açıklık değişkeni ise, toplam ihracat ve ithalatın GSMH’ya oranı şeklinde ifade edilmiştir. Merkez bankası bağımsızlık endeksi ise Cukierman, Webb ve Neyaptı; Berument ve Neyaptı; Eroğlu ve Abdullaev<sup>171</sup> kaynaklarından elde edilmiştir.

İlgili dönem zaman serileri için yapılan birim kök testi (Augmented Dickey fuller Testi-ADF) sonucunda serilerin durağan olduğu ortaya çıkmıştır. Kurulan regresyon denkleminin tahmin sonuçları Tablo 1.11’de gösterilmektedir.

<sup>171</sup> Nadir Eroğlu, Anar Abdullaev, “CWN Bağımsızlık Ölçütlerinin TCMB’ye Uygulanması”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 6 (1) 2005, ss.79-97,s.81-96

**Tablo 1.11. Regresyon Sonuç Tablosu**

| Değişkenler    | Model 1   | Model 2   | Model 3   | Model 4   | Model 5   | Model6    |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Bağımlı Değ.   | y         | y         | y         | y         | y         | IGAP      |
| Açıklay. Değ.  |           |           |           |           |           |           |
| SABİT          | -21.51    | 44.87     | -1.49     | 15.33     | 113.54    | 65.28*    |
| IGAP           | -0.28**   | -1.40***  | -0.57**   | -0.49*    | -0.47     | .....     |
| IGAP(-1)       | .....     | .....     | .....     | .....     | .....     | -0.26*    |
| IGAP(-2)       | .....     | .....     | .....     | .....     | .....     | 0.24**    |
| OPEN           | 1.74      | 3.68      | 10.57**   | 10.06**   | 11.22*    | .....     |
| CBI            | -73.82    | -201.28   | -450.20*  | -443.23   | -616.17*  | .....     |
| CBI(-1)        | .....     | .....     | .....     | .....     | .....     | -120.77*  |
| y              | .....     | .....     | .....     | .....     | .....     | 0.27**    |
| y(-1)          | -0.26**   | -0.23*    | -0.41**   | -0.43**   | -0.48**   | .....     |
| D2001          | -116.36*  | -192.22** | -161.20*  | -166.20** | -191.24** | .....     |
| D2008          | -144.07*  | -75.06    | -141.39*  | -154.80   | -160.44   | 165.51**  |
| D1994          | -83.07*   | -83.82*   | -114.67*  | -122.45*  | -147.44*  | .....     |
| D1978          | -78.97    | -40.44    | .....     | .....     | .....     | .....     |
| Örnekleme      | 1962-2010 | 1970-2002 | 1980-2010 | 1986-2010 | 1990-2010 | 1961-2010 |
| BG(8)          | 1.73**    | 1.62**    | 1.87**    | 1.58**    | 1.02**    | 1.63**    |
| White          | 14.79     | 1.34**    | 1.31**    | 0.88*     | 0.51**    | 3.16      |
| R <sup>2</sup> | 0.41      | 0.49      | 0.57      | 0.55      | 0.60      | 0.49      |
| Gözlem Say.    | 49        | 33        | 31        | 25        | 21        | 49        |

-BG: Breusch-Godfrey Otokorelasyon testini; *White* ise Değişen varyans testini göstermektedir.  
-Parantez içindeki sayılar olasılıkları göstermektedir; \*, \*\* ve \*\*\* sırasıyla yüzde 10, yüzde 5 ve yüzde 1 hata düzeyinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

Türkiye için 1960-2010 arası dönemde büyüme açığı ile enflasyon açığı arasındaki ilişkiye bakıldığında elde edilen sonuçlara göre; enflasyon açığı ile çıktı açığı arasında beklenildiği gibi negatif bir ilişki vardır. Enflasyon açığı arttıkça (enflasyon beklenenden yüksek gerçekleştiğinde), çıktı açığı da ters orantılı azalmaktadır. Yani gerçekleşen enflasyon oranı ne kadar yüksek çıkarsa büyüme oranı da ters orantılı olarak azalmaktadır. Enflasyon potansiyel uzun dönem değerinden % 1 kadar yüksek çıktığında büyüme de model 1, 2,3,4,5, için sırasıyla % 0.28, 1.40, 0.57, 0.49 ve 0.47 kadar potansiyel uzun dönem büyüme oranlarından daha düşük çıkmaktadır. En büyük sapmanın 1970-2002 döneminde olması şaşırtıcı değildir. Zira bu dönem kronik enflasyonun en yoğun hissedildiği zaman dilimidir. Barro (1995) İngiltere için 1960-1990 dönemini kapsayan “ekonomik büyüme ve enflasyon” çalışmasında, ortalama yıllık enflasyonda yüzde 10 büyümenin, GSYİH içindeki yatırımları yıllık yüzde 0,4-0,6 arasında azalttığı sonucuna ulaşmıştır.<sup>172</sup> Bizim çalışmanın çıktıları da buna paralellik göstermektedir.

Open değişkeni model 4 ve 5 hariç anlamlı çıkmamıştır. Ancak tüm dönemler için işaretinin pozitif olması, ticari açıklığın büyümeyi arttırdığı tezini doğrulamaktadır. Özellikle 1990-2010 arası dönem için open değişkeni en yüksek etki düzeyi olan 11,22 değerini almaktadır. Bu da 1989 dan sonra hız kazanan liberal ihracata dayalı iktisadi büyüme modelinden ileri gelmektedir.

D2001 gölge değişkeninin tüm dönemler için negatif ve anlamlı çıkması, hem doğru bir tanımlama yapıldığının göstergesi hem de büyümeyi azaltan anlamlı etkinin uzak geçmişten yakın geçmişe doğru arttığını göstermektedir. D1994 gölge değişkeni ise yine anlamlı bir negatif etkide bulunurken, D1978 1980’ne kadarki dönemde anlamlı çıkmamış ancak işareti negatif ve büyüklüğü giderek artmaktadır. D2008 de D1978 gibi anlamsız çıkmıştır. Bu bilgilere dayanarak 1978 yılında yaşanan döviz darboğazı ve 2008 küresel mali krizinin dış şoklarla meydana geldiği gerçeğinden hareketle Türkiye ekonomisine olan sınırlı etkisinin en temel nedeni yerli ekonomimizin iç talep çekişli olmasıdır. Bu yüzden bu krizlerin büyümeye olan

---

<sup>172</sup> Robert Barro, “Inflation and Economic Growth”, **NBER Working Paper**, No.5326, October 1995, s.1

negatif etkileri geçici olmuştur. Ayrıca bireylerin fiyatlama davranışları, beklentilerin uzun vadede fiyatları etkilemesine yol açmıştır. Cari fiyatların aksine ortaya çıkan fiyatlar iktisadi birimlerde ters bir zaman tutarsızlığı problemi yaratmaktadır.<sup>173</sup>

CBI değişkeninin negatif işaretli ancak sadece 1980 sonrası gözlemler için anlamlı çıkması dikkat çekmektedir. 1980-2010 dönemi için merkez bankası bağımsızlığı arttıkça büyüme oranı azalmaktadır. Türkiye için üretim ile merkez bankası bağımsızlığı arasında bir değiş-tokuş durumu yoktur. Alesina ve Summers (1993)'de merkez bankası bağımsızlığının enflasyonu aşağı çektiğini ve fiyat istikrarını sağlamaya yardımcı olduğunu ampirik olarak ortaya koymuşlardır. Ancak onlar diğerlerinin aksine enflasyon ve merkez bankası bağımsızlığı arasında anlamlı bir ilişki olmadığı sonucuna varmışlar.<sup>174</sup> Model 6 da büyümeden farklı olarak merkez bankası bağımsızlığının enflasyonu aşağı çekmede etkili ve anlamlı bir değişken olduğu görülmektedir. Buna göre merkez bankası bağımsızlığının bir dönem gecikmeli değeri, cari dönemdeki enflasyonu anlamlı bir oranda aşağı çekmektedir (120.27).

Ampirik gözlemlerden çıkan sonuca göre; enflasyonla merkez bankası bağımsızlığı arasında negatif bir ilişki vardır. Bu durumda merkez bankası bağımsızlığında reforma gidilerek enflasyon aşağı çekilebilir. Bu konuda yapılan diğer ampirik çalışmalar bağımsızlık arttıkça enflasyonun düştüğünü göstermektedir. Bu durum daha çok gelişmiş ülkeler için sağlanmaktadır. Fakat bizim çalışmamızda MB bağımsızlığı ve enflasyon arasında anlamlı bir negatif ilişki bulunmuştur. Yapılan diğer çalışmalarda gelişmekte olan ülkelerde yasal bağımsızlığın artmasının enflasyon oranının düşmesine anlamlı bir katkı sunmadığı ortaya çıkarılmıştır.<sup>175</sup> Ancak yasal bağımsızlığın düşük enflasyon için gerek ve yeter bir koşul olmadığı da açıktır. Arjantin, Peru ve Nicaragua gibi bazı ülkeler oldukça yüksek enflasyon

---

<sup>173</sup>Bora Süslü ve Selahattin Bekmez, "Türkiye'de Zaman tutarsızlığının ARDL Yöntemi ile incelenmesi", **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar**, Cilt:4, Sayı:2, 2010, ss 85-110, s.124

<sup>174</sup> Alesina ve Summers, **a.g.e.**, s.159.

<sup>175</sup> Özatay, **Parasal İktisat Kuram ve Politika**, s.317

oranlarına sahip olmalarına rağmen yasal bağımsızlık endeksinde ortalamanın üstünde yer almaktadırlar.<sup>176</sup>

#### 1.6.4.2. Merkez Bankası Bağımsızlığının Enflasyona Etkisi

Sadece enflasyon oranı ve merkez bankası bağımsızlığının yer aldığı alternatif bir modele göre ise merkez bankası bağımsızlığı enflasyonun aşağı çekilmesine çok az etki etmektedir. Bu alternatif modelde Cukierman ve diğerleri gibi enflasyon oranlarına dönüşüm uygulanarak teste tabi tutulmaktadır.

P; enflasyon oranını ve D; [0-1] arasında bir değeri göstermek üzere, her yılın enflasyonunu o yılın enflasyonuna 100 eklenmiş haline bölerek 'D' değişkenini elde ederiz.

$$D = \frac{P}{100 + P} \quad (1.20)$$

Enflasyon 100 olduğunda, D 0.5; enflasyon 20 olduğunda D; 0,16 değerini alacaktır. Yazara göre bu bize yıllık reel değer kaybını daha iyi yansıtacaktır. Bade ve Parkin (1982) tarafından geliştirilen model referans alındığında Türkiye için bağımsızlık ve enflasyon arasındaki ilişkiye, aşağıdaki modelin tahmin edilmesi sonucu ulaşılabacaktır:

$$D_t = a_0 + a_1 D_{t-1} + a_3 CBI + a_4 DUMMY_{it} + v_t \quad (1.21)$$

$$v_{t_t} \sim IID(0, \sigma^2)$$

Denklemden t zamanı, D dönüştürülmüş enflasyonu ve CBI da merkez bankasının yasal bağımsızlık endeksini göstermektedir. Diğer tüm içsel ve dışsal değişkenlerin enflasyona olan etkisi soyutlama yoluna gidilerek sabit kabul edildiğinde kurulan bu modeldeki  $a_3$  katsayısı, bize merkez bankasının bağımsızlığının enflasyona olan etkisinin anlamlı olup olmadığını ve anlamlı ise etki derecesini gösterecektir.<sup>177</sup>

<sup>176</sup> Cukierman, Webb ve Neyaptı, **a.g.e.**, s.370.

<sup>177</sup> Ekonometrik modellemeye önce değişkenlerin durağanlık düzeyleri Augmented Dickey-Fuller (ADF) birim kök testi ile sınanmıştır. Sınama sonucu değişkenlerin birinci mertebeden durağan

Modele bir de gölge değişken (dummy variable) ataması yapılmıştır. D1 ve D2 gölge değişkenler olmak üzere;

i=1989-2010 ise **D1 = 1**, diğer yıllar için '0'.

i=2002-2010 ise **D2 = 1**, diğer yıllar için '0'.

Bu tarihleri gölge değişkenle ifade etmemizin amacı, merkez bankası bağımsızlığı adına yasal olsun olmasın, para politikasındaki reformların ve rejim değişikliklerin öngörülme yen etkilerini yakalamaktır. Enflasyon hedeflemesi rejimine geçilen dönem sonrası ve öncesini; sermaye hareketlerinin serbest olduğu dönem öncesi ve sonrası gibi etkiler bu sayede modelde yer almış olacaktır.

Katsayıları En Küçük Kareler Yöntemi (EKK) ile tahmin edilen model aşağıdaki gibi olacaktır:

$$D_t = 0.202 + 0.81D_{t-1} - 0.22CBI + 0.05D1 - 0.18D2 \quad (1.22)$$

(2.49) \*\*      (9.63 \*\*)      (-2.21) \*\*

$$R^2 = 0.77 \quad DW = 1.73 \quad N = 40$$

Parantez içindeki sayılar t-değerleridir. Tüm katsayılar anlamlı çıkmıştır. Beklenildiği gibi CBI katsayısı negatif ve anlamlı çıkmıştır. Enflasyonu düşürücü yöndedir. Bade ve Parkin'in (1982) kendi çalışmalarında, gelişmiş ülkelerin merkez bankalarını gruplandırarak elde ettikleri sonuç CBI katsayısının -1.30 olduğu şeklindeydi.<sup>178</sup> Cukierman, Webb ve Neyaptı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için yaptıkları panel data çalışmalarında gelişmekte olan ülkeler için yasal bağımsızlık endeksinin artmasının enflasyona çok zayıf etkide bulunduğunu ortaya koymaktaydı. Cukierman ve arkadaşları CBI katsayısını bu ülkeler için -0.46 olarak bulmuşlardı.<sup>179</sup> Türkiye'nin gelişmekte olan bir ülke olduğu düşünüldüğünde bulduğumuz sonuçlar diğer çalışmalarla tutarlı çıkmıştır.

---

oldukları ortaya çıkmıştır. Aynı mertebeden olma durumu yalancı regresyon ihtimalini yok edip, uzun dönemli ilişkileri yakalama şansı verdiğinden, fark almadan denklem tahmininde bulunmak mümkündür.

<sup>178</sup> Bade ve Parkin, **a.g.e.**, s.23

<sup>179</sup> Cukierman, Webb ve Neyaptı, **a.g.e.**, s.374

D2 gölge değişkeninin katsayısı anlamlı ve negatif işaretlidir. Yani enflasyon hedeflemesi rejiminin bir fiyat istikrarı politikası olarak merkez bankasınca uygulandığı dönem boyunca, bağımsızlık endeksi enflasyonu istatistiksel bir anlamlılık değerinde aşağı çekmekteydi. D1 gölge değişkeni anlamlı değildir; katsayısı da beklendiği gibi negatif değil, pozitif çıkmıştır. Demekki, sermaye hareketlerine serbestlik getiren dönemin öncesi ve sonrası merkez bankası bağımsızlığının enflasyona etkisi açısından anlamlı bir kırılma göstermemektedir.

Bu basit ekonometrik çalışmanın sonunda karşımıza üç önemli nokta çıkmaktadır. Birinci nokta, CBI değişkeninin anlamlı bir katsayıya sahip olduğu ancak fiyat istikrarına yetersiz etkide bulunduğu; ikinci nokta, 1980 öncesinde merkez bankası bağımsızlığının enflasyon üzerinde daha az etkili olduğu; Üçüncü nokta da, enflasyonla mücadelenin etkin yapıldığı 2002-2010 döneminde bağımsızlık önemli bir fiyat istikrarı şartı olarak merkez bankasının elini güçlendirmektedir.

#### 1.6.4.3. TCM Bağımsızlığı ve Bütçe Açığı

Bir hükümet normal şartlar altında bütçe açığını 4 temel yolla finanse eder:<sup>180</sup>

- (1) Merkez bankasından ( sıfır maliyetle, enflasyon vergisi uygulayarak,) avans kullanmayla
- (2) Yurtdışından dövizle,
- (3) Yurtiçinde piyasa faiz haddinden özel kesimden,
- (4) Ticari bankalardan piyasa faiz oranının altında bir faizle borçlanarak.

Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD) ülkeleri bütçe açıklarının yaklaşık yarısını banka dışı borç veren kesimlerden karşılarken, gelişmekte olan ülkeler bütçe açıklarının sadece yüzde 8 kadarını banka dışı kesimlerden karşılayabilmektedirler.<sup>181</sup> Bu durum ülkelerin merkez bankalarının bağımsızlıkları ile yakından ilgilidir. Çünkü gelişmekte olan ülkeler gelişmiş ülkeler gibi düşük faizle uluslar arası fonlardan borçlanamamaktadır. Bu yüzden de gelişmekte olan

<sup>180</sup> Maxwell J. Fry, “Assessing Central Bank Independence: Do Actions Speak Louder than Words?” **Oxford Economic Papers**, No.50, ss.512-529, s.513

<sup>181</sup> Maxwell J. Fry, **Emancipating the Banking System and Developing Markets for Government Debt**, Routledge Publisher, London, 1997, s.4

ülkelerde bağımsız olmayan merkez bankaları kamu borcunu kapatmak için hükümetin emrinde çalışmak zorunda kalmaktadır.

Merkez bankasının pozisyonu ile (bağımsızlık derecesine göre) hem bütçe açığının seviyesi hem de bütçe açığının parasallaşması arasındaki ilişki (varsa eğer), hükümetin bütçe açığı ve parasal büyüme (Money growth) kanalı ile ortaya çıkarılmaya çalışılmaktadır.<sup>182</sup> Ayrıntılara girmeden dört farklı kanaldan bütçe açığı ile para arzı arasında ilişki kurulabildiği ortaya konmaktadır. Bunlar:<sup>183</sup>

- Faizlerin istikrara kavuşması için yapılan politik baskılar<sup>184</sup>
- Para politikasının zaman tutarsızlığı
- Optimal senyoraaj teorisi
- Mali baskınlık hipotezi

B ödenmemiş borç yükü; D faiz ödemeleri hariç bütçe açığı (hükümet harcamaları eksi vergi gelirleri); İ hükümetin borcuna olan ortalama faiz oranı ve M parasal tabanı göstermek üzere hükümetin yönetebileceği dinamik konsolide bütçe kısıtı, aşağıdaki şekilde yazılabilir:<sup>185</sup>

$$\dot{B} = D + iB - \dot{M} \quad (1.23)$$

Reel borcu b ve GSMH deflatörünü de p ile gösterecek olursak;  $b=B/p$  ifadesi reel borcu verecektir. Bu durumda bütçe kısıtı reel olarak aşağıdaki gibi yazılacaktır:

$$\dot{b} = \frac{D}{p} + [i - \left(\frac{\dot{p}}{p}\right)b - \frac{\dot{M}}{p} \quad (1.24)$$

---

<sup>182</sup> Ayrıntılı analiz için bkz. Haan, J. de and Zelhorst, D. "The Impact Government Deficits on Money Growth in Developing Countries", **Journal of International Money and Finance**, No. 9, pp.455-69,1990.

<sup>183</sup> Bernd Jan Sikken ve Jakob De Haan, "Budget Deficits, Monetization, and Centralbank Independence In Developing Countries ", **Oxford Economic Papers**, No. 50, pp.493-511, 1998, s.494.

<sup>184</sup> Haziran 2011 seçimleri öncesi Türkiye’de reel faizlerin sıfır olması için Başbakan’ın ortaya koyduğu tavır politik baskıdır. Ancak unutulmamalıdır ki uzun vadede reel faizler asla sıfır olamaz. Reel faiz aslında tasarruf sahiplerinin belirsizlik ortamında biriktirdikleri varlıkları için istedikleri risk primi, yani sigortadır. Uzun vadede tasarruf sahipleri sıfır reel faizi ödül olarak görmeyecekleri için tasarruf etmekten kaçınacaklardır. Bu yüzden de sıfır reel faiz olmaz. Ancak kısa vadede reel faizler sıfır olabilir.

<sup>185</sup> Üstü noktalı  $\dot{B}$  ve  $\dot{M}$  ifadeleri bu değişkenlerin zamana göre türevini göstermektedir.



Bu denkleme göre hükümet borcunu üç yolla azaltabilir: Birincisi bütçe açığını azaltarak; ikincisi senyoraj geliri yaratarak; üçüncüsü de enflasyon oranının faiz oranlarının üzerinde seyretmesini sağlayarak.<sup>186</sup> Merkez bankasının bağımsızlık durumuna göre, bütçe açığının para politikalarını baskıladığı ve para basarak bütçe açığını finanse etmesinin mümkün olduğu yada olmadığı duruma göre, merkez bankası bağımsızlığı ve bütçe açığı arasında bir ilişki ortaya çıkabilmektedir. Zira tam bağımsız merkez bankaları bütçe açığını finanse etmemektedirler.

Birçok ülke üzerine yapılan çalışmada bütçe açığı ile merkez bankası bağımsızlığı arasında negatif bir ilişki bulunmuştur. Bu çalışmaların yer aldığı özet sonuçlar Tablo 1.12’de gösterilmektedir.

**Tablo 1.12. Merkez Bankası Bağımsızlığı ve Bütçe Açığı Arasındaki İlişkiye Üzerine Yapılan Ampirik Çalışmalar**<sup>187</sup>

| Çalışma                         | Ülkeler                               | Zaman Dilimi | Bütçe Açığı ve MB bağımsızlığı arasındaki ilişki |
|---------------------------------|---------------------------------------|--------------|--------------------------------------------------|
| Masciandaro ve Tabellini (1988) | 5 Sanayi Ülkesi                       | 1970-1985    | istatistiksel ölçülmeyen negatif ilişki          |
| Grilli ve Diğ. (1991)           | 18 OECD Ülkesi                        | 1950-1989    | Anlamsız negatif ilişki                          |
| De Haan ve Sturm (1992)         | 18 OECD Ülkesi                        | 1961-1987    | Negatif ilişki                                   |
| Cukierman (1992)                | 70 ülke( gelişmiş ve gelişmekte olan) | 1950-1989    | Negatif anlamlı ilişki                           |
| Fry (1998)                      | 70 Gelişmekte olan ülke               | 1972-1995    | İlişki yok                                       |

**Kaynak:** Bernd Jan Sikken ve Jakob De Haan, “Budget Deficits, Monetization, and Centralbank Independence in Developing Countries “, **Oxford Economic Papers**, No. 50, pp.493-511, 1998, s.497.

<sup>186</sup>Sikken ve Haan, **a.g.e.**, s.494-495.

<sup>187</sup>Ayrıntılı bilgi için bkz. Haan, J. de and Sturm, J.E. (1992). "The Case for Central Bank Independence", **Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review**, No. 182, pp.305-27 ; Fry, M. (1998). 'Assessing Central Bank Independence: Do Actions Speak Louder than Words?', **Oxford Economic Papers**, 50, 512-2; Cukierman, A. (1992). Central Bank Strategy, Credibility, and Independence, **MIT Press**, Cambridge; Grilli, V., Masdandaro, D., and Tabellini, G. (1991). 'Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries', **Economic Policy**, 13, 341-392; Masciandaro, D. and Tabellini, G. (1988). 'Fiscal Deficits and Monetary Institutions: a Comparative Analysis', in H. Cheng (ed.), **Challenges to Monetary Policy in the Pacific Basin Countries**, **Kluwer Academic Publishers**, Dordrecht

Protopapadakis ve Siegel (1987) ve De Haan and Zelhorst (1990)'un çalışmalarında kullandığı aşağıdaki model Türkiye için bütçe açığı ile merkez bankası bağımsızlığı arasındaki ilişkiyi ortaya çıkarmak için uygulandığında elde edilen sonuçlar Tablo 1.13 'de gösterilmiştir.<sup>188</sup>

$$dM_t = \alpha + \beta dM_{t-1} + \lambda BÜT_t + \theta MBYB_t + \varepsilon_t \quad (1.25)$$

$dM$ , para stoğunun büyüme oranını;  $BÜT$ , bütçe açığı/fazlasını (GSMH cinsinden yüzde değer);  $MBYB$ , merkez bankası yasal bağımsızlığını<sup>189</sup>;  $\alpha$  sabit terimi ve  $\varepsilon$  de rassal değişkeni göstermektedir.

Modelden elde edilen katsayılar bakıldığında hiçbir modelde tüm değişkenler anlamlı çıkmamıştır. Yine  $BÜT$  değişkeni ile  $MBYB$  değişkeninin tüm modellerde birbirinin tersi yönde hareket ettiği görülmektedir. Bu sonuç diğer çalışmalarla da örtüşmektedir. Sikken ve Haan çalışmalarında,  $BÜT$  değişkenini istatistiksel olarak anlamsız ancak 1.91 değerinde bulmuşlardır. Yukarıdaki modelimizde bağımlı değişken olarak  $M$  yerine  $BÜT$  değişkeni atandığında, tüm katsayılar anlamlı olacak şekilde Türkiye için aşağıdaki sonucu elde ederiz:

$$BÜT = +9.80 + 0.06 * dM1 - 21.23 * MBYB \quad (1.26)$$

Bu sonuca göre Merkez bankası yasal bağımsızlığı % 1 arttığında bütçe açığı % 21 kadar azalmaktadır. Ayrıca modele göre, para arzı ( $dM1$ ) 1 birim arttığında bütçe açığı yüzde 0,06 kadar artmaktadır. Bu sonuçlar diğer çalışmalarla işaret yönünden

<sup>188</sup> Bkz. Protopapadakis, A.A., and Siegel, J.J. (Money Growth and Inflation Related to Government Deficits? Evidence from Ten Industrialized Economies', **Journal of International Money and Finance**, 1987, ss. 31—48.; Haan, J. de and Zelhorst, D. (1990). "The impact government deficits on money growth in developing countries', **Journal of International Money and Finance**, 9, 455-69.

<sup>189</sup> Merkez bankası yasal bağımsızlığı için Bernd Jan Sikken ve Jakob De Haan, "Budget Deficits, Monetization, and Centralbank Independence In Developing Countries ", **Oxford Economic Papers**, No. 50, pp.493-511, 1998, s.511 ve Hakan Berument ve Bilin Neyaptı, "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ne Kadar Bağımsız?", **Yayınlanmamış Çalışma**, 2000, s.9-10 referans alınmıştır.

benzerlik göstermektedir. Ancak büyüklükler seçilen döneme ve ülkeye göre değişmektedir.

**Tablo 1.13. Katsayı Tahminlerinin Sonuçları**

| <b>Dönem:1970-2010</b> |                     |         |          |
|------------------------|---------------------|---------|----------|
| Değişkenler            | Model1 <sup>a</sup> | Model2  | Model3   |
| <b>dM(-1)</b>          | 0.37*               | 0.62*   | 0.46*    |
| <b>MBYB</b>            | -62.95**            | -46.33  | -97.24*  |
| <b>BÜT</b>             | 1.40                | 0.56    | 1.25     |
| $\alpha$               | 57.15*              | 41.71*  | 75.24*   |
| <b>Dönem:1989-2010</b> |                     |         |          |
| Değişkenler            | Model1              | Model2  | Model3   |
| <b>dM(-1)</b>          | -0.00               | 0.40    | 0.12     |
| <b>MBYB</b>            | -103.16*            | -72.29  | -149.85* |
| <b>BÜT</b>             | 0.34                | -0.74   | -0.89    |
| $\alpha$               | 116.05*             | 84.84** | 151.90*  |
| <b>Dönem:1980-2010</b> |                     |         |          |
| Değişkenler            | Model1              | Model2  | Model3   |
| <b>dM(-1)</b>          | 0.20                | 0.48*   | 0.22     |
| <b>MBYB</b>            | -80.32*             | -63.00  | -131.60* |
| <b>BÜT</b>             | 1.38                | 0.40    | 0.85     |
| $\alpha$               | 78.02*              | 61.91*  | 115.40*  |

a :Model 1 para stoğunun M1 olduğu; Model 2 para stoğunun M2 olduğu; Model 3 para stoğunun M3 olduğu durumdaki sonuçları göstermektedir

\* : % 5 hata düzeyinde anlamlı olan katsayıları; \*\* ise %10 hata düzeyinde anlamlı olan katsayıları göstermektedir.

## İKİNCİ BÖLÜM

### PARA POLİTİKASI ARA REJİM HEDEFLEMELERİ VE İSTİKRAR POLİTİKALARI

Bu bölümde önce enflasyonun yapısal analizi ardından enflasyonun Türkiye’deki tarihsel süreci anlatılarak enflasyon serisinin belirleyicileri ortaya çıkarılacaktır. Bölümün devamında fiyat istikrarı için uygulanan ortodoks ve heterodoks istikrar politikaları anlatılmaktadır. Bu kısmın sonunda merkez bankalarının fiyat istikrarı için uyguladıkları ara rejimler ve istikrar politikaları ülke uygulamaları ile birlikte anlatılmaktadır. Gerek TCMB’nin hali hazırda uyguladığı ara rejim olması, gerekse de tüm dünyada enflasyonu aşağı çekmede 1990’dan sonra başarılı uygulamaları bulunduğu için “enflasyon hedeflemesi rejimi” daha geniş bir perspektiften ve detaylıca anlatılmaktadır.

#### 2.1. ENFLASYONUN YAPISAL ANALİZİ

##### 2.1.1. Enflasyonun Belirleyicileri ve Kendi Kendini Doğuran Enflasyon (İnertia Özelliği)

Rodriguez (1982), yüksek sermaye hareketliliği koşulunda, anlamlı bir devalüasyon oranının başlangıçta ekonomide bir genişleme etkisi yaratabileceğini vurgulamıştır.<sup>190</sup> Kurduğu modelin esin kaynağı da “Arjantin Tablita” programının ilk aşamalarında gözlenen reel faizlerdeki düşüştür. Buna göre devalüasyonlar, faiz paritesi yolu ile<sup>191</sup> düşük nominal faiz oranlarına yol açmaktadır. Enflasyonist beklentiler katı ise (sticky, yani beklentiler adaptifse) o zaman reel faiz oranları düşecektir. Düşen faizler de toplam talebi (aggregate demand) kısa dönemde arttıracaktır. Programın ilerleyen sürecinde enflasyonun kendi kendisini doğuran

<sup>190</sup> Carlos Alfredo Rodriguez, “The Argentine Stabilization Plan of December 20th,” **World Development**, Vol.10, No.9, 1982, pp.801-811

<sup>191</sup> Döviz kurundaki değeri  $(i - i^*) / (1 + i^*)$ , bu korunmuş faiz paritesi kuralı olup, yatırımcıları muhtemel kur belirsizliklerine karşı forward anlaşmalarla korumaktadır. Yüksek sermaye mobilitesi altında forward anlaşma yerine beklenen kur değerini koyduğumuzda korunmamış faiz paritesi elde edilir ki yukarıda bahsi geçen faiz paritesi budur.  $(S^E - S) / S = (i - i^*) / (1 + i^*)$ . Denklemden  $i$  ve  $S$  sırasıyla nominal faizleri ve döviz kurunu göstermektedir. Yıldızlı olanlar yurtdışı değişkenleridir. ( Joseph Francois, “Interest Parity Conditions”, Johannes Kepler University of Linz, Summer 2009.)

özelliği reel kurlarda değerlendirilmeye yol açtıkça, başlangıçta meydana gelen genişleme yerini daralmaya bırakmaktadır.<sup>192</sup>

Dış dünyaya açık, mal ve hizmetler ile sermaye akımlarına açık bir ülke ele alalım. Bir tüketicinin t anındaki anlık faydası, ticarete konu mallara ( $c^T$ ), ticarete konu olmayan mallara-taşınmaz mallara ( $c^N$ ) ve ticari anlamda reel parasal durumuna dayanmaktadır. O halde bu bireyin anlık faydası şöyle ifade edilebilir:

$$U_t = v(c_t^T) + u(c_t^N) + z(m_t) \quad (2.1)$$

Bu tüketicinin ömür boyu faydası ise  $t = 0$  anından itibaren, şöyle ifade edilir:<sup>193</sup>

$$U_T = \int_0^{\infty} [v(c_t^T) + u(c_t^N) + z(m_t)] e^{(-\beta t)} dt \quad (2.2)$$

Burada  $\beta (> 0)$  zaman tercihi oranı olmak üzere,  $u(\cdot)$ ,  $v(\cdot)$  ve  $z(\cdot)$  fonksiyonları artan konkav fonksiyonlardır. Yine bireyin ticari mallardan  $y^T$  kadar sabit parasal geliri ve ticari olmayan mal ve hizmetlerden de  $y_t^N$  kadar bir varlığı olsun ( $y_t^N = c_t^N$  her  $t$  için). Tek fiyat kanununun ticari mallar için geçerli olduğunu ve dünyada geçerli sabit faiz haddinin  $r$  olduğunu kabul edelim. Yurtdışı enflasyon oranı sabit (fiyatların artmadığı kabulü) kabul edildiğinde  $r$  aynı zamanda dünyadaki nominal faiz oranını verecektir. O halde tüketicinin hayatboyu fayda fonksiyonu yanında karşılaşacağı bütçe kısıtı fonksiyonu da şöyle gösterilebilir:

$$\begin{aligned} B_T &= b_0 + m_0 + \int_0^{\infty} (y^T + \frac{y_t^N}{e^t} + \tau_t) \exp(-rt) dt \\ &= \int_0^{\infty} (c_t^T + \frac{c_t^N}{e^t} + i_t m_t) \exp(-rt) dt \end{aligned} \quad (2.3)$$

Burada  $b_0$  bireyin başlangıçtaki yabancı varlıklarını,  $e_t$  reel döviz kurunu (ticarete konu malların ticari olmayan mallar cinsinden fiyat oranını göstermektedir),  $i_t$  nominal faizleri, ve  $\tau$  vergi oranlarını göstermektedir. Sermaye hareketliliğinin tam

<sup>192</sup> Calvo ve Vegh, **a.g.e.**, s.23

<sup>193</sup> **A.e.**, s. 22.

olduğu koşullarda,  $\varepsilon_t$  devalüasyon oranı olmak üzere, faiz paritesi koşulu gereği aşağıdaki denklem sağlanır:

$$i_t = r + \varepsilon_t \quad (2.4)$$

Benzer şekilde kamu kesimi için yaşam boyu bütçe kısıtı ise şöyle tarif edilir: Toplam transferlerin bugünkü değeri,  $R_0$  ile gösterilen hükümetin elindeki yabancı varlıkların  $t=0$  anındaki miktarı (yani uluslar arası rezervlerine) ve para yaratılmasından elde edilen senyoraj gelirlerinin toplamına eşit olmak zorundadır. Bu da şöyle gösterilebilir:

$$\int_0^{\infty} \tau_t \exp(-rt) dt = R_0 + \int_0^{\infty} (\dot{m}_t + \varepsilon_t m_t) \exp(-rt) dt \quad (2.5)$$

Ticari olmayan mallar piyasasında denge olduğu ve faiz paritesi koşulunun sağlandığı varsayılarak (2.3) ve (2.5) denklemleri birleştirilip,  $\lim_{t \rightarrow \infty} m_t \exp(-rt) = 0$  olduğu göz önünde bulundurarak, ekonomi için kaynak kısıtı denklemi şöyle yazılır:

$$k_0 + \frac{y^T}{r} = \int_0^{\infty} c_t^T \exp(-rt) dt \quad (2.6)$$

Burada  $k = b + R$  ekonominin sahip olduğu net yabancı varlıkları göstermektedir. Yukarıdaki denklem dışa açık küçük ekonominin hayatboyu tüketim kısıtını vermektedir. Çünkü bu ekonomi ticari mallara yaptığı tüketimi ticari mallardan elde ettiği refah düzeyine eşitlemektedir.

(2.2) nolu denklemin, veri bütçe kısıtı altında maksimizasyonu yapıldığında aşağıdaki birinci derece koşulları elde edilecektir: <sup>194</sup>

$$v'(c_t^T) = \lambda, \quad (2.7)$$

---

<sup>194</sup> Gereksiz dinamikleri yok etmek için  $\beta = r$  olduğunu kabul ettik

$$u'(c_t^N) = \frac{\lambda}{e_t}, \quad (2.8)$$

$$z'(m_t) = \lambda i_t, \quad (2.9)$$

Bu denklemlerde  $\lambda$  Lagrange çarpanıdır. Yukarıdaki ilk iki denklem bir optimizasyon probleminde herkesin bildiği çıktılarıdır. Tüketici, refahını maksimize etmek (ençoklamak) için marjinal faydasını gölge değişken olan  $\lambda$ 'ye eşitlemektedir. Benzer şekilde son denklemde ise bir optimizasyon probleminde sahip olunan paranın reel değerinin marjinal faydası, gölge değişken ile parayı elinde tutmanın fırsat maliyetinin ( $i$  değeri) çarpımına eşittir. İlk denkleme göre ticari malların optimum tüketimi bir sabite (zamanla değişmeyen) eşittir. O halde (2.6) denkleminde  $c_t^T = rk_0 + y^T$  olduğu, yani her  $t \geq 0$  için bir sabite eşit olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu eşitliğe göre, öngörülme devalüasyon oranları ticari malların tüketimini etkilemeyecektir. Sonuçta Lagrange çarpanının öngörülme devalüasyon oranlarına karşı sabit (invariant) olduğu ortaya çıkmaktadır. Yurtiçi mal ve hizmetler piyasası rijit fiyatlar altında işlem görür (yani; yurtiçi malların nominal fiyatı,  $P^N$ , önceden belirlenen bir veri değişkendir). Ticarete konu olmayan mallar için enflasyon oranı  $\pi$  ile gösterilsin:

$$\pi_t = \omega_0 + \theta(c_t^N - \bar{y}^N), \quad \theta > 0, \quad (2.10)$$

Bu denklemin ifade ettiği anlam; ticarete konu olmayan (yurtiçi mallar) malların enflasyon oranı nominal ücretlerdeki artış oranı ile talep fazlasının toplamına eşittir.<sup>195</sup>  $\bar{y}^N$  tam istihdam durumunda ticarete konu olmayan hasılayı ve  $\omega$  da aşağıdaki şartı sağlayan önceden atanmış (predetermined) bir değişkeni gösterebilir:

$$\dot{\omega}_t = \gamma(\pi_t - \omega_t), \quad \gamma > 0. \quad (2.11)$$

Bu durumda  $\omega$  değişkeni nominal ücretlerdeki artış oranını gösteren bir ifade olarak yorumlanabilir. (2.11) denklemi, fiyat enflasyonu (ticarete konu olmayan mallar bağlamında) ücret enflasyonunu aştığında/altına düştüğünde, ücret enflasyonunun

<sup>195</sup>Bu gösterimde  $\pi$ 'nin önceden atanan bir değişken olmadığına ve eğer iç tüketim talebi değişirse beraberinde  $\pi$ 'nin de yeni noktasına sıçrayacağı açıktır.

artış hızının artacağını/azalacağını göstermektedir. Bu denklemi geriye doğru entegre edip bulunan  $\omega_t$  değerini (2.10) da yerine koyarsak aşağıdaki eşitliği elde ederiz:

$$\pi_t = \int_{-\infty}^{+\infty} \pi_s \exp[-\gamma(t-s)] ds + \theta(c_t^N - \bar{y}^N) \quad (2.12)$$

Bu denklem bugünkü enflasyon oranının, geçmiş dönem enflasyon oranlarının ağırlıklı bir ortalamasına ve bugünkü toplam talep fazlasına bağlı olduğunu göstermektedir. Denkleme göre yakın geçmiş dönemin ortalamadaki ağırlığı daha büyüktür. Bu da enflasyonun kendi kendini doğuran (inflation inertia) bir özellik taşıdığını göstermektedir.<sup>196</sup>

(4.6) denklemdeki birinci derece koşullarından hareketle  $c_t^N$  'i reel döviz kurunun artan bir fonksiyonu olarak aşağıdaki gibi yazabiliriz:

$$c_t^N = \Phi(e_t) , \quad \Phi'(e_t) > 0.$$

(4.8) ve (4.9) nolu denklemlerden;

$$\dot{\omega}_t = \gamma\theta[\Phi(e_t) - \bar{y}^N] \quad (2.13)$$

İfadesi elde edilir.  $E_t$  nominal döviz kuru olmak üzere kur tanımı gereği  $e_t = E_t P^{T*}/P_t^N$  olur ( $P^{T*}$  sabit ve  $P_t^N$  yurtiçi fiyat düzeyini göstermektedir).<sup>197</sup> Reel döviz kuru tanımı ve (2.10) denkleminden aşağıdaki ifade elde edilir:

$$\frac{\dot{e}_t}{e_t} = \varepsilon_t - \omega_t - \theta[\Phi(e_t) - \bar{y}^N]. \quad (2.14)$$

$\omega_t$  ve  $e_t$  'nın ikisi de önceden belirlenmiş değişkenler olduğundan, mükemmel öngörü koşulları altında ve veri parametre kümesi için tüm denge yollarının (paths)

<sup>196</sup>Rudiger Dornbusch and Mario Henrique Simonsen, "Inflation Stabilization with Incomes Policy Support: A Review of the Experience in Argentina, Brazil and Israel," **NBER Working Papers 2153, National Bureau of Economic Research**, 1987.

<sup>197</sup>Reel döviz kuru burada önceden belirlenmiş bir değişkendir. Çünkü  $E$  politika değişkenidir ve  $P^N$  veri bir değişkendir.



durağan durum dengesine (steady-state) yakınsadığı diferansiyel denklem çözümlerinden görülmektedir.

Beklenen enflasyonun enflasyonist bir olgu taşıdığı bunun da geçmiş değerlerine bağlı olarak değiştiğini yukarıda gösterdik. Bu durum Şekil 2.1’de gösterilmektedir.

### Şekil 2.1. Enflasyon Ataleti: Dinamik Sistem

**Kaynak:** Calvo and Vegh, **a.g.e.**, s.41.

Devalüasyon oranının ilk başta  $\epsilon^H$  düzeyinde sabit kalacağını beklendiğini farzedelim. Başlangıçtaki durağan durum Şekil 2.1’de A noktasıdır. Sıfır zaman noktasında para otoritesi öngörülmeleyen bir şekilde devalüasyon oranını  $\epsilon^H$  dan  $\epsilon^L$  ye indirmeye karar verdiğini anons etmektedir. Yeni durağan durum dengesi B noktasına gelir. B noktasında ülke içi enflasyon oranı  $\epsilon^L$  iken reel döviz kuru değişmeden kalmaktadır. Yeni durağan durum dengesine uyarlama dinamiği ACB yolu ile gösterilmektedir.<sup>198</sup>

---

<sup>198</sup> Calvo and Vegh, **A.g.e.**, s.42.

### 2.1.2. Türkiye’deki Enflasyonun Yapısal Analizi

Türkiye ekonomisi 1978’den başlayarak 2001 yılına kadar kronik bir enflasyon sorunu yaşamıştır. Enflasyonu düşürmek için devreye konulan planlar/programlar yeterince arkasında durulmadığı, güvenilirlik kaybettiği, siyasi nedenlerle mali gevşeklik ve parasal genişlemeler yüzünden bir türlü başarılı olamamıştır. Kalıcı bir fiyat istikrarı yakalanamamıştır. Zaten %30-40 düzeyinde kronik enflasyonla yaşayan ülkelerde maliye politikaları ve para politikaları tek başına fiyat istikrarını yakalamaya yetmemekte, iktisadi ajanların enflasyonist beklentilerinin kontrol altına alınıp yönlendirilmesi büyük önem arz etmektedir.<sup>199</sup> Ancak Türkiye’de kronik enflasyonun hüküm sürdüğü dönemde yasayla bağımsızlığa kavuşturulamayan ve bağımsızlığı sadece sözde olan bir merkez bankası aktif bir şekilde kullanılmadığı gibi, enflasyonist beklentiler de asla kırılamamıştır.

Türkiye’de bu gerçeklerden uzak 30 küsur yıl, kronik enflasyon ortamında geçti. Bu süre zarfında yüksek enflasyon, toplumsal ve ekonomik alanda birçok kayba neden olmuştur. Yüksek enflasyonun ekonomiye verdiği zararları şöyle sırlamak mümkündür:

-istikrarsız büyüme dinamiği,

-yüksek reel faizler,

-yerli paranın (TL) değerinin erzyona uğraması,

- yüksek bütçe açıkları,

-gelir dağılımının bozulması ve kamu sektörü toplam borç miktarının hızla artması.<sup>200</sup>

Bunların yanı sıra yüksek enflasyon, beklentileri olumsuz etkileyerek kısa vadeli yaklaşımların ekonomiye hakim olmasına, yatırım ve üretim kararlarının olumsuz etkilenmesine yol açmış, bu durum büyüme ve istihdam rakamlarının hem düşük

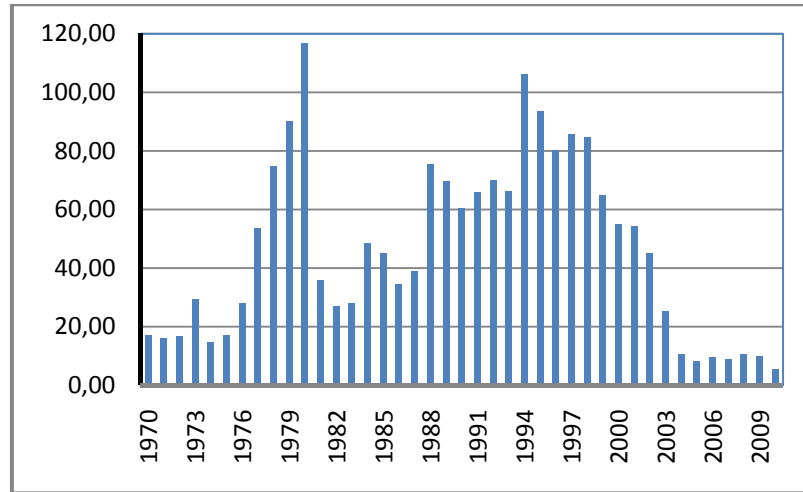
<sup>199</sup> Paul R.Masson, Miguel A. Savastano ve Sunil Sharma “The Scope for Inflation Targeting In Developing Countries,” **IMF Working Paper**, No.130, 1997, s.22.

<sup>200</sup> Oğuz Yıldırım, “ Monetary Programming in Turkey After 1990s”, **Sosyal Bilimler Dergisi**, t.y., ss.,135-140, ,s.138

hem de oynak olmasını beraberinde getirmiştir. Böylelikle gelir ve servet dağılımında zaten var olan adaletsizlikler hem iyice artmış hem de derinleşerek toplumsal açıdan onarılması güç yaralar açmıştır.

Bu dönem içinde hiperenflasyon tehlikesinin yaşandığı tarihler de olmuştur. 1980 ve 1994 yıllarında iki kez enflasyonda üç haneli oranlar görülmüştür (Grafik 2.1). Grafikten ayrıca 1983-1995 yılları arasında enflasyonda yukarıya doğru bir çıkış trendi görülmektedir. Bu yıllar her türlü mal ve hizmet ithalatın serbestleştiği, sermaye akımlarının serbest olmaya başladığı, kamunun yüksek oranlı borçlanmayla yatırımları finanse etmeye başladığı yıllardır. 1996'dan sonra inişe geçen enflasyon, uygulanan istikrar programları sonucunda 2002 yılında yüzde 45'lere kadar indirilebilmiştir. 2002 yılından sonra merkez bankasının önce örtük, 2006 yılından itibaren de açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçmesiyle birlikte, enflasyonist beklentiler tamamen kırılarak, enflasyon oranları yıllık bazda (2004-2010 arası dönemde) yüzde 5-10 bandında dalgalanır hale gelmiştir.

**Grafik 2.1. Türkiye’de Yıllık Ortalama Enflasyon: 1970-2010 (Tüketici fiyat endeksinde yıllık yüzde değişim)**



**Kaynak:** TCMB

Dönemin karar vericileri enflasyonun üretimi arttıracığına, artan üretimin de istihdam ve hasıla artışlarına yol açacağını düşündüklerinden, enflasyonu bir sorun olarak görmemişlerdir. Onlara göre enflasyon istihdamı harekete geçiren bir

olgudur.<sup>201</sup> Oysaki yukarıdaki analizde de görüldüğü üzere enflasyon üretimi arttırmamıştır. Bu yüzden de bir türlü sadece fiyat istikrarı hem hükümetçe hem de merkez bankasınca tek hedef olarak seçilememiş ve bu fiyat istikrarı hedefi için diğer makro değişkenler ayarlanamamıştır. Tek bir amaca odaklanmak yerine, fiyatların istikrara kavuşması, hasıla, istihdam ve ihracat artışları ile birlikte hedeflenmiştir. Merkez bankası kayıp fonksiyonunda da gösterildiği gibi bu politikalar fiyat istikrarı temel amacı ile çalışmaktadır.

Daha genel olarak enflasyonu irdelediğimizde, gelişmekte olan ekonomilerde enflasyonun nedenleri üzerine yapılan çalışmalarda iki farklı yaklaşımın öne çıktığını görmekteyiz. Bunlardan birincisi, enflasyonu para miktarının değişimine bağlayan parasalcı (monetarist) yaklaşımdır; öteki de enflasyonun ekonominin kendi iç dinamiklerinden, kaynaklandığını ileri süren yapısalcı (structuralist) yaklaşımdır. Parasalcı yaklaşıma göre enflasyonun nedeni para arzının üretimdeki artış oranına bağlanmamış olmasıdır. Yani kurala göre para politikası izlenmemesi enflasyonu doğurmuştur. Bu görüşe göre hükümetin fiyatlara müdahale etmemesi, tarımsal ürün ya da ihracat desteklerinde bulunmaması ve fiyat denetimlerini kaldırması durumunda piyasalarda arz talep dengesi kendiliğinden oluşacağı için enflasyon da bu sayede hiç ortaya çıkmamış olacaktır.<sup>202</sup>

Enflasyonun nedenini ekonomik ve toplumsal yapıya bağlayan yapısalcı görüş ise ekonomi büyüdükçe, piyasa aksaklıklarının ortaya çıkacağını ve bu aksaklıkların arz-talep dengesizliklerine yol açarak fiyat artışlarına sebep olacağını öne sürmektedir. Hızlı kentleşmeyle birlikte gıda, konut ve ulaşım yetersizlikleri ortaya çıkmaktadır. Bunun sonucunda bu mal gruplarının fiyatları artmakta ancak öte tarafta ücretli kesimin de ücretlerinde artış istekleri ortaya çıkmaktadır. Bu iki olgu beraber yıllar yılı sürecektir enflasyon ataletinin ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

Parasalcı teorisinin söyledikleri Türkiye'deki enflasyonun sebebinin açıklamakla beraber, Türkiye'deki enflasyon olgusu daha çok yapısalcı yaklaşımın tezleri ile

---

<sup>201</sup> Serdar Öztürk, “Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, Basılmamış Eser, s.9

<sup>202</sup> Kepenek ve Yentürk, **a.g.e.**, s.572-573

açıklanabilmektedir.<sup>203</sup> Türkiye’de yıllarca ücretli kesime, geçmiş yılın enflasyon oranı kadar ücret artışı kuralı benimsenerek adeta enflasyonist olgu kural haline dönüştürülerek yapısal bir sorun haline getirilmiştir.

Türkiye için 1968-2010 yılları arasında aylık enflasyon verileriyle yapılan betimleyici analizin sonuçları Tablo 2.1.’de gösterilmektedir. Tabloda enflasyon oranlarının ortalaması, standart sapması ve değişkenlik katsayısı<sup>204</sup> yer almaktadır. Değişkenlik katsayısı ne kadar küçük olursa ele alınan serinin o dönem içinde o derece az oynak olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu tanıma göre değişkenlik katsayısı fiyat istikrarına denk düşmektedir. Bu katsayı 2002-2010 döneminde en küçük değerini almaktadır. Bu dönem aynı zamanda fiyatların en istikrarlı olduğu zaman dilimidir. Yani, 2002-2010 döneminde enflasyonda meydana gelen oynaklık diğer dönemlere göre en azdır. Bu az oynaklık illede düşük enflasyon anlamına gelmemelidir. Örneğin enflasyonun ortalama olarak yüzde 63,6 olduğu 1994-2001 döneminde değişkenlik katsayısı 2,14 iken; 1968-1979 döneminde enflasyon ortalama yüzde 31,1 olmasına rağmen değişkenlik katsayısı daha fazladır.

Ayrıca 1980-1993 arası dönemin fiyatlar açısından ikinci en az oynak zaman dilimi olmasının sebebi; kamu mallarının fiyatlarının hükümet tarafından baskılanması ve bu dönem boyunca yapılan 5 genel ve yerel seçimin fiyatların oynaklığı ile ilişkilendirilmesidir.<sup>205</sup> Buna göre seçim zamanı yaklaştıkça kamu mallarının fiyatları aşağı çekilmektedir.<sup>206</sup>

Standart sapmalara bakıldığında son 9 yılın düşük, diğer yılların ise yüzde 17’nin üzerinde standart sapmaya sahip oldukları görülmektedir. Mesela 1994-2001 döneminde enflasyonun ortalama olarak en yüksek ancak standart sapma olarak düşük çıkmasının nedeni fiyatlar genel düzeyinin yüzde 63’ün civarında bir yere oturmasıdır.

---

<sup>203</sup> A.e., s.573.

<sup>204</sup> Değişkenlik Katsayısı: Standart Sapma/Ortalama

<sup>205</sup>  $\theta_1 + \theta_2 = 1$  ;  $p_{t,g}$  kamu mallarının genel fiyat düzeyi ve  $p_{t,p}$  de özel sektör mallarının genel fiyat düzeyi olmak üzere fiyatlar genel düzeyi  $p_t = \theta_1 p_{t,g} + \theta_2 p_{t,p}$  olacaktır.

<sup>206</sup> Fatih Özatay, “Public Sector Price Controls and Electoral Cycles”, **TCMB Araştırma Tebliği**, No.05/09, Nisan 2005, s.8

**Tablo 2.1. Enflasyonun Dönemsel Analizi**

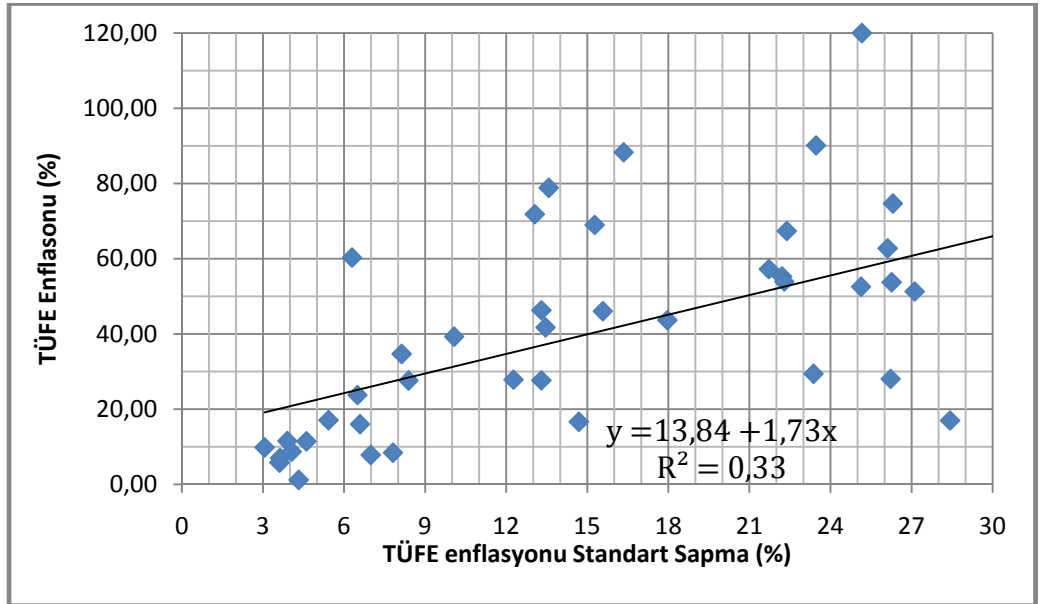
| Dönem     | Ortalama | Standart sapma | Değişkenlik katsayısı* |
|-----------|----------|----------------|------------------------|
| 1968-1979 | 31,1     | 27,1           | 2,26                   |
| 1980-1993 | 51       | 23,9           | 1,71                   |
| 1994-2001 | 63,6     | 17,1           | 2,14                   |
| 2002-2010 | 9,4      | 6,2            | 0,69                   |

\*: Standart Sapma/Ortalama

**Kaynak:** TCMB

Grafik 2.2’de de yıllık TÜFE enflasyonu ve bu enflasyona ait basit standart sapma değerleri gösterilmektedir. Standart sapmalar fiyat istikrarını temsil etmek üzere ele alındığında 1968-2010 arasındaki zaman diliminde standart sapmalarla ortalama enflasyon arasındaki ilişki, çok sayıda zaman serisi çalışmasında da olduğu gibi, açık bir şekilde doğru orantılı ve istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır.<sup>207</sup>

**Grafik 2.2. Ortalama Tüfe Enflasyonu ve Standart Sapması(Volatilite)**



**Kaynak:** TCMB

<sup>207</sup> Andrew G.Haldane, "Defining Inflation Target", in The Monetary Policy and Inflation Targeting, Editor: Philip Lowe, **Economic Group Reserve Bank of Australia**, 1997, ss.74-112, s,82

Grafiğe göre düşük enflasyon dönemlerinde fiyatlar istikrarlı gittiği için standart sapmalar da düşük çıkmıştır. Tersine enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde de fiyatlar istikrarsızlaşmaya başlamıştır. Grafik üzerine çizilen eğilim doğrusuna baktığımızda standart sapmayı 2-3 puan kadar aşağı çekmek için enflasyon oranının kabaca yüzde 15-18 arasında düşmesi gerektiği rahatlıkla görülebilmektedir.

### 2.1.3. Türkiye’deki Enflasyon için Model Önerisi

Türkiye’deki enflasyonun atalet içerdiğini, bu yüzden de cari dönemdeki enflasyonun geçmiş dönemki enflasyonların ve yapısal (rastsal) değişkenlerin etkisinde hareket ettiğini yukarıda açıklamaya çalıştık. Buna göre mevcut dönemdeki enflasyonun geçmiş dönem enflasyonların ve geçmiş dönem rastsal etkilerin kaç dönem gecikmeli etkilerini bünyesinde barındırdığını ortaya çıkarmak için bir Auto Regressive Integrated Moving Average (ARIMA) modeline ihtiyaç duyulmaktadır.

ARIMA modeli yardımıyla enflasyonun dinamikleri kolayca analiz edilebilmektedir. Genel bir ARIMA (p,d,q) modeli aşağıdaki gibi olmaktadır.<sup>208</sup>

$$\Delta^d Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_i Y_{t-i} + \varepsilon_t + \sum_{j=1}^q \delta_j \varepsilon_{t-j} \quad (2.15)$$

$\Delta^d$  işlemcisi Y değişkeninin d dönem gecikmesini;  $\sum_{i=1}^p \beta_i Y_{t-i}$  ifadesi p döneme kadar geçmiş dönem bilgileri içeren Autoregressive süreci;  $\sum_{j=1}^q \delta_j \varepsilon_{t-j}$  ifadesi de q dönem kadar geçmiş dönem rastsal kalıntıları ihtiva eden Hareketli Ortalama sürecini göstermektedir.<sup>209</sup> Denklemden  $\beta_i$  ve  $\delta_j$  model parametrelerini ;  $\varepsilon_t$ , beklenen değeri sıfır, varyansı sabit ve içsel bağıntı içermeyen bir şok değişkenidir:  $\sim \text{IID}(0, \sigma^2)$ .

Bu koşulda yazılacak basit bir ARIMA(1,1,) modeli aşağıdaki gibi olacaktır:

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t + \delta_1 \varepsilon_{t-1} \quad (2.16)$$

<sup>208</sup>I Gusti Ngurah Agung, *Time Series Data Analysis Using Eviews*, John Walley, s.538

<sup>209</sup>Mustafa Sevüktekin ve Mehmet Nargeleçekenler, *Ekonometrik Zaman Serilerinin Analizi*, Geliştirilmiş 2.Baskı, Nobel Yayınevi, Bursa, ,s.154

Enflasyon serisi için en uygun ARMA modelinin tespitinde model seçim kriterlerine başvurulmaktadır. Akaike Bilgi Kriteri-AIC, Schwarz Bilgi Kriteri-SIC ve Hata Kareleri Toplamı-SSR'ların en küçük olması;  $R^2$  ve  $adjR^2$  ifadelerinin de en büyük olması beklenir. Bu şartları en çok sayıda karşılayan model en iyi model olarak seçilmektedir.

En iyi model kriterlerine uygun bir model arayışı sonucunda ARMA(1,1) modelinin Türkiye'deki enflasyonu yakalayan iyi bir model önerisi olduğu ortaya çıkmaktadır. Tablo 2.2.'de bu testin sonuçları özet şekilde sunulmaktadır. Model seçim kriterleri dikkate alındığında ARMA(1,1), maksimum olabilirlik kriteri olan LR (Likelihood Ratio) hariç diğer tüm kriterlerde en iyi modeldir. Buna göre Türkiye'deki enflasyonun, kendi geçmiş değerlerinin birinci gecikmesi AR(1) ile bir dönem önceki beklenmeyen etkilerin devam ettiğini gösteren MA(1)'in etkisinde olduğu görülmektedir:

$$\Delta enf_t = 7,32 + 0,81\Delta inf_{t-1} - 0,24\varepsilon_{t-1} \quad (2.17)$$

(2.17) denklemi uzun dönemli enflasyonun Türkiye'de devinimsel bir hareket izlediğini, kendi kendini doğruan enflasyona doğru gidildiğini göstermektedir. Bir dönem önceki enflasyon oranı bugünkü enflasyonu çok güçlü şekilde etkilemektedir (0,81). Ayrıca bir dönem önceki beklenmeyen etkilerin bugünkü enflasyonu azaltıcı yönde etkilediği de çok net bir şekilde modelden görülmektedir (-0,24).



**Tablo 2.2.. Enflasyon Serisi İçin Uygun Modelin Belirlenmesi**

|                             | AR(1)         | AR(2)         | MA(1)      | MA(2)            | ARMA(1,1)        | ARMA(1,2)        | ARMA(2,1)       | ARMA(2,2)  |
|-----------------------------|---------------|---------------|------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|------------|
| <b>Sabit</b>                | -423,4455     | -71873        | 137.01     | 135,45           | 1.573.744        | -7.217.116       | -588,33         | 2615,46    |
| <b>Olas(Sabit)</b>          | 0.7682        | 0.8796        | 0.0000     | 0.0000           | 0.8976           | 0.8633           | 0.8533          | 0.9457     |
| $\beta_1$                   | 0.0000        | 0.0000        |            |                  | 0.0000           | 0.0000           | 0.0028          | 0.2766     |
| $\delta_1$                  |               |               | 0.0000     | 0.0000           | 0.0004           | 0.0018           | 0.7872          | 0.0000     |
| $\beta_2$                   |               | 0.0048        |            |                  |                  |                  | 0.1148          | 0.0000     |
| $\delta_2$                  |               |               |            | 0.0000           |                  | 0.7094           |                 | 0.0042     |
| <b>R<sup>2</sup></b>        | 0.998376      | 0.998478      | 0.738495   | 0.887970         | <b>0.998550</b>  | 0.998447         | 0.998516        | 0.99853    |
| <b>adjR<sup>2</sup></b>     | 0.998358      | 0.998445      | 0.735713   | 0.885561         | 0.998518         | 0.998504         | 0.998466        | 0.998468   |
| <b>Olas.(F-istatistiği)</b> | 0.0000        | 0.0000        | 0.00000    | 0.000000         | 0.0000           | 0.0000           | 0.000000        | 0.000000   |
| <b>AIC</b>                  | 2.970.925     | 2.911.607     | 8.068.587  | 72.455           | <b>2.878.811</b> | 2.898.078        | 2.907.721       | 2.916.625  |
| <b>SIC</b>                  | 3.024.691     | 2.992.776     | 8.122.011  | 7.321.867        | <b>2.959.460</b> | 3.005.610        | 3.015.947       | 3.051.906  |
| <b>SSR</b>                  | 1.040.446     | 9.493.521     | 17212.51   | <b>7.373.899</b> | 9.291.200        | 9.274.628        | 9.257.626       | 9.143.785  |
| <b>LR</b>                   | -1.391.190    | -1.338.455    | -3.852.922 | -3.446.031       | -1.337.435       | -1.336.587       | -1.326.629      | -1.320.814 |
| <b>Durum</b>                | Durağan değil | Durağan değil | Durağan    | Durağan          | Durağan          | AR durağan değil | ARDurağan değil | Durağan    |

Bu durumda Türkiye'deki enflasyon serisi otoregresif ve hareketli ortalamaların ağırlıklandırılmış ortalaması olarak şöyle ifade edilmektedir:

$$enf_t = \beta_0 + \beta_1 enf_{t-1} + \delta_1 \varepsilon_{t-1} + \omega_t \quad (2.18)$$

Denklemden  $\beta_1$  ve  $\delta_1$  sırasıyla enflasyonun bir dönem önceki değerinin ve beklenmeyen etkilerin bir dönem önceki etkilerinin cari dönemdeki enflasyon denkleminde olan katkısını ifade eden katsayılarıdır. (2.18) Denkleminin beklenen değerini alırsak;

$$\begin{aligned} E(enf_t) &= E(\beta_0 + \beta_1 enf_{t-1} + \varepsilon_t + \delta_1 \varepsilon_{t-1}) \\ \mu &= \beta_0 + \beta_1 \mu + 0 + 0 \\ \mu &= \beta_0 + \beta_1 \mu \\ \mu &= \frac{\beta_0}{1-\beta_1} \end{aligned} \quad (2.19)$$

Elde edilir. (2.19)'da  $\mu$  enflasyon serisinin beklenen ortalamasını vermektedir. Bu durum uzun dönemde enflasyonun beklenen ortalamasının otoregresif değişkenin katsayısından etkilendiğini ve yukarıda ispatını verdiğimiz enflasyon ataletinin (inertia) olduğunu ortaya çıkarmaktadır.

Türkiye'deki enflasyon verisi ARMA(1,1) kalıbına uyduğundan, uygulanacak istikrar programları sonucunda hedeflenen bir  $P_t$  fiyatlar genel düzeyi için para politikası araçları kullanılmaktadır. O halde cari dönemde toplumdaki fiyat beklentisi, geçmiş dönem fiyatları üzerine ilave edilecek  $\pi_t$  kadarlık enflasyon oranı ile ortaya çıkan sonuç kadar olacaktır:

$$P_t = P_{t-1} + \pi_t \quad (2.20)$$

Dikkat edilirse bu denklemden  $P_t$  zaman serisinin birim kökü vardır (durağan değildir). Enflasyonun bizzat kendisinin enflasyon doğurduğunu göstermektedir. Enflasyon verisi ARMA(1,1) kalıbına göre yazıldığında;

$$P_t = \alpha P_{t-1} + \beta \varepsilon_{t-1} + \mu_t \quad (2.21)$$

Elde edilir. Model durağan olduğundan  $-1 < \alpha < 1$  olmaktadır. (2.20) denkleminden  $\pi_t$  çekilirse ve (2.21) denkleminde yerine koyulup gerekli düzenlemeler yapılırsa;

$$\begin{aligned} \pi_t &= P_t - P_{t-1} \\ \pi_t &= \alpha \Delta P_{t-1} + \beta \Delta \varepsilon_{t-1} + \Delta \mu_{t-1} \end{aligned} \quad (2.22)$$

Elde edilir.  $E(P_t) = E(P_{t-1}) = \mu$  olduğu gözönünde bulundurularak (2.22) denkleminin beklenen değeri alındığında;

$$\begin{aligned} E(\pi_t) &= \alpha 0 + \beta 0 + \Delta 0 \\ E(\pi_t) &= 0 \end{aligned} \quad (2.23)$$

Sonucuna varılır. Böylece uygulanan istikrar programı sayesinde, beklentiler kırılmak koşulu ile fiyatlar genel seviyesindeki enflasyonist eğilimlerin yok edilebileceği ispatlanmış olmaktadır.

## 2.2. ENFLASYON VE PARASAL İLİŞKİ

Nasıl ki mal ve hizmetlerde arz fazlası olduğunda fiyatlarının düşmesini bekliyorsak; aynı mantık para için de geçerlidir. Para arzı fazlası varsa, paranın değerinin düşmesi beklenir. Ancak para talebi ekonomideki konjonktürel çerçevede artmış ve buna mukabil bir para arzı artışı yaşanmışsa bu durumun enflasyon doğurmayacağı açıktır.<sup>210</sup>

Reel para talebi,  $\dot{I}$  ve  $Y$  sırasıyla nominal faiz ve reel gelir olmak üzere para talebi denklemi aşağıdaki gibi yazılır:

$$L = L(\dot{I}, Y), \quad L_{\dot{I}} < 0 \text{ ve } L_Y > 0$$

$L_{\dot{I}}$  faiz oranı ile para talebinin ters,  $L_Y$  ise reel gelir ile para talebinin doğru ilişkisi içinde olduğunu göstermektedir. Para piyasası dengesi para arzının para talebine eşit olduğu noktada dengeye gelmektedir.  $M$  nominal para arzı ve  $P$  fiyatlar genel düzeyi olmak üzere  $M/P$  reel para arzı olmaktadır. Denge denklemi

$$M/P = L(\dot{I}, Y) \quad (2.24)$$

yada

$$P = \frac{M}{L(\dot{I}, Y)} \quad (2.25)$$

Olacaktır. Bu denklem enflasyonu doğuran (kaynaklık eden) birçok sebebin olabileceğini göstermesi açısından önemlidir. Denklem, para arzı ve nominal faiz oranları arttığında fiyat seviyesinin yükseleceğini, reel gelir arttığında ise düşeceğini söylemektedir. Fisher denklemine göre reel faiz, nominal faizden beklenen enflasyon oranının çıkarılması ile elde edilir:

$$r = i - \pi^e \quad (2.26)$$

---

<sup>210</sup> Özatay, *Parasal İktisat Kuram ve Politika*, s.252

$$i = r + \pi^e \quad (2.27)$$

Faizler ve reel gelir veri kabul edilip (2.27) denklemindeki faiz ifadesi (2.25) denkleminde yerine koyulup yeniden yazılırsa;

$$P = \frac{M}{L(\bar{r} + \pi^e, \bar{Y})} \quad (2.28)$$

Bulunmuş olur. Başlangıçta M ve P nin aynı sabit hızla arttığını (bu durumda  $M/P$  sabit olur) ve  $\pi^e$  nin de beklenen enflasyonu verdiğini kabul edip bir  $t_0$  anında para arzında kalıcı bir artış olduğunu farzedelim. Bu durumda para stoğunun izleyeceği yol şekil 2.2 ‘de verilmiştir. Parasal artıştan sonra M yeni bir sabit eğim ile artarken, r ve Y veri olduğundan,  $M/P$  oranı sabit olmaktadır. Yani P’nin M ile aynı oranda artması ile (2.28) denklemini sağlanmış ve  $\pi^e$  de yeni sabit denge değerine bir miktar sıçrama ile kavuşmuş olur.<sup>211</sup>

Parasal genişlemeden sonra fiyatlar genel düzeyi öncekine göre daha hızlı artacağından, beklenen enflasyon değişkeni  $\pi^e$ , parasal artış olur olmaz hemen yeni bir düzey değerine sıçrayacaktır. Bu da faizlerde sıçrama yapacak ve  $M/P$  reel ankes talebi , süresiz bir düşüş gösterecektir.

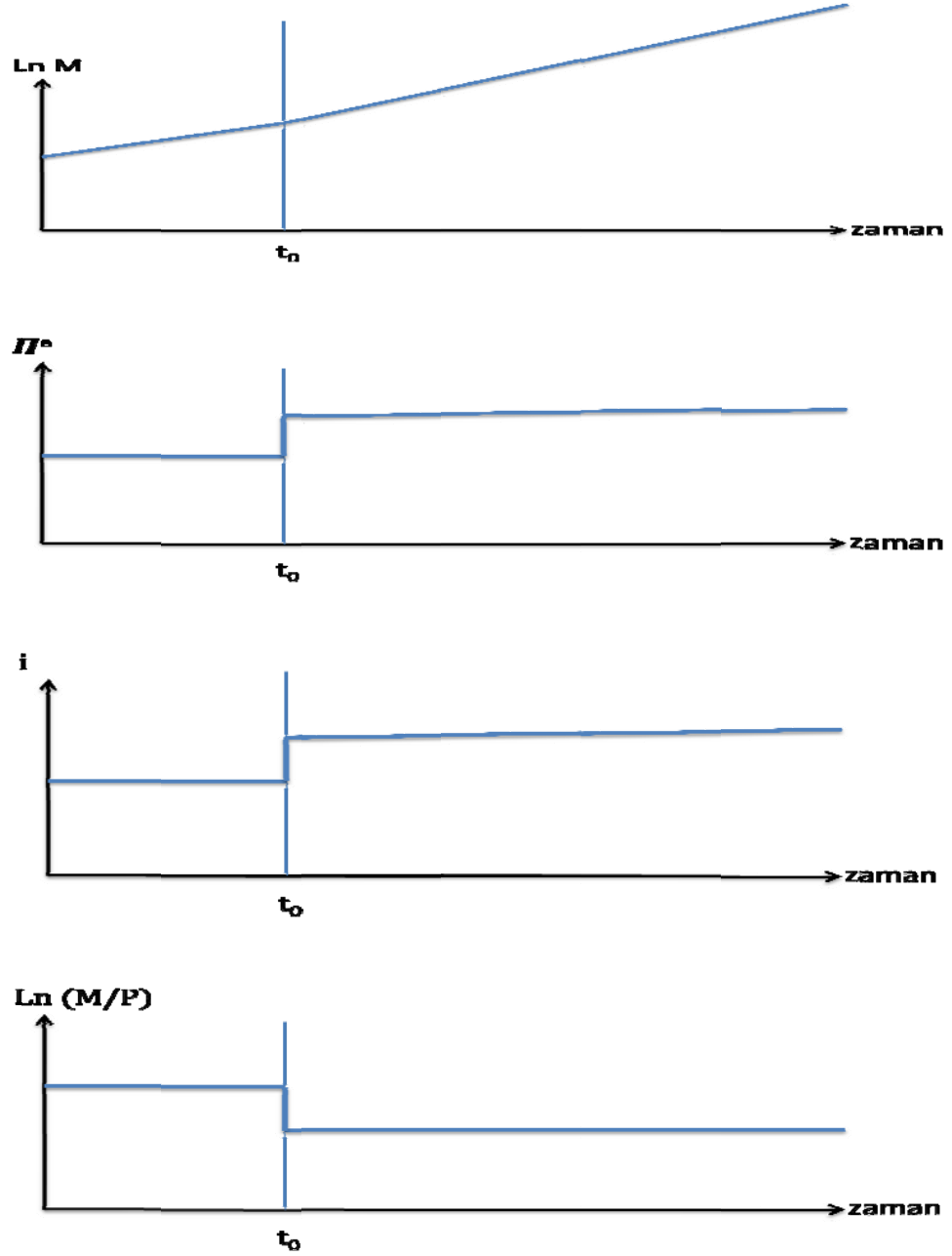
Enflasyon ve parasal genişleme analizinden çıkarılacak iki sonuç vardır<sup>212</sup>. Birincisi parasal genişleme kaynaklı enflasyon değişimi birebir nominal faizlere sirayet etmektedir. Enflasyonun birebir faizleri etkilemesine “Fischer Etkisi” denmektedir. İkincisi oldukça yüksek oranda artan nominal para stoğu, reel para stoğunu azaltmaktadır (şekil 2.2.’de dördüncü şekil). Çünkü artan para stoğu beraberinde enflasyonist beklentileri doğurmaktadır. Bu da nominal faiz oranlarını yükselterek parayı tutmanın fırsat maliyetini yukarı çekmiş olur. Bu durumda bireyler tutmak istedikleri reel ankes taleplerini düşürmek isterler. Bunun anlamı M’deki artıştan daha fazla oranda P artmakta ve enflasyon oranı (fiyatlar genel düzeyindeki sürekli

<sup>211</sup> Romer, **Advanced Macroeconomics**, s.499.

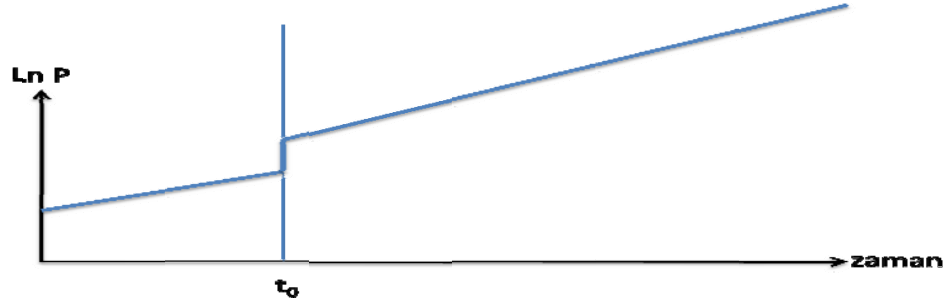
<sup>212</sup> A.e.

artış) parasal genişlemeden daha fazla artmaktadır.<sup>213</sup> Fiyatlar esnek ve bireyler de mükemmel öngörü sahibi olmadıkları için bu analiz ancak uzun dönemde ortaya çıkmaktadır.

Şekil 2.2.Parasal Genişlemenin Etkileri



<sup>213</sup> A.e., s.501.



**Kaynak:** Romer, *Advanced macroeconomics*, s.500

Her parasal genişlemenin enflasyon yaratmadığını öğrendikten sonra, durgun durum dengesi denilen arzın talebe eşit olduğu noktada, para arzı artış hızı ile reel büyüme arasındaki farkın beklenen enflasyonu ortaya çıkardığını ifade etmek için aşağıdaki eşitliği yazarız:

$$\pi = g_m - g_y$$

$g_m$  ve  $g_y$  sırasıyla para arzı artışı hızını ve reel büyümeyi göstermektedir. Reel büyüme hızı sıfırsa, para arzı artışı ne kadarsa enflasyon da o kadar olacaktır. Çünkü reel büyüme dönemlerinde enflasyonist baskıları ortadan kaldıran, reel para arzını dengeleyecek bir para talebi artışı meydana çıkmaktadır. Bu dönemlerde para arzı fazlası olmayacağı için enflasyonist etkiden bahsetmek de mümkün olmayacaktır.<sup>214</sup>

### 2.2.1. Toplam Arz, toplam Talep ve Enflasyon

Enflasyon bilindiği gibi fiyatlar genel düzeyinde görülen sürekli artıştır. Toplam arz ve toplam talep değişiklikleri fiyatlar genel düzeyini değiştirmektedir. Bu ilişkiyi şöyle ifade edebiliriz:<sup>215</sup>

$$\frac{\partial P}{\partial t} = \frac{\Delta p}{p} = \pi = f(TT - TA);$$

$$f' = \frac{\partial \pi}{\partial (TT - TA)} > 0.$$

<sup>214</sup> Özatay, *Parasal İktisat Kuram ve Politika*, s.254

<sup>215</sup> A.e.,

Denklemden,  $\frac{\partial P}{\partial t}$  fiyatlar genel düzeyinin zamana göre türevini göstermektedir. TT ve TA toplam talep ve toplam arz olmak üzere, TT – TA arasındaki farkın açılması enflasyonu arttırır. Bu yüzden de  $f' > 0$  ifadesi enflasyonun arz ve talep arasındaki farka göre türevi olup pozitif işaretlidir. Bu farkın giderek açılması için talebin muazzam derecede artması yada arzın aynı oranda daralması gerekmektedir. Arz şoklarına yol açan petrol fiyatlarının artışları yada maliyetleri arttırıcı ve üretimi kısıtıcı şoklar devamlılık arzetmezler. Bu yüzden de sürekli enflasyon sadece arz şokları ile açıklanamaz. Mesela, Türkiye için 1970-2002 arası dönemde hep bir arz şoku yoktur. Ancak nerdeyse süreklilik arzeden bir enflasyon olgusu vardır. O halde geriye toplam talebi sürekli yukarı çeken unsurlar kalmaktadır. Basit bir talep denkleminde de bilebileceğimiz gibi talebi sağa kaydıran etmenler olarak; para ve maliye politikası, reel döviz kuru, ve yutdışı reel gelir düzeyi ön plana çıkmaktadır. Sürekli enflasyon ortamında toplam talebi devamlı arttıracak bir maliye politikası ancak bütçe açıkları ile açıklanabilir. Kamu açıkları merkez bankasının para basması ile finanse ediliyorsa monetizasyon<sup>216</sup> sürekli artacaktır. Çünkü sürekli borçalanarak açıkların finansmanı mümkün değildir. Bu yüzden de borcu ödemek için para basılması lazım gelen durumlar da olabilmektedir. Bu yolla sisteme giren para da toplam talebi arttırıcı etkide bulunmaktadır. Bu da kredi kanalları ile bankalar üzerinden yapılmaktadır. Ayrıca parasallaşma daha değersiz yerli para, daha değerli yabancı para anlamına da gelmektedir. Bu da döviz kurunun yükselmesine yol açmaktadır. Artan döviz kuru yurtiçi mallara olan dış alem talebini arttırır. Döviz kurunun artması yurtiçi faiz haddini; o da para politikasını etkilemektedir. Ayrıca faiz hadleri yatırımları ve hisse senedi fiyatlarını da etkilemektedir. Bu yüzden de merkez bankaları kısa vadeli faiz oranlarını belirleyerek para politikalarını yürütmektedirler.<sup>217</sup>Faizler de en fazla sıfıra kadar inebilir. Yani aslında faiz politikası da bir noktadan sonra işlevsiz kalabilmektedir. 2008 krizinden sonra Amerika Merkez Bankası FED'in faizleri sıfıra çok yaklaştırmasına rağmen ekonomide üretimi ve yatırımları canlandırmaya muvaffak olamaması yada Japonya'nın 1990'lardan bu yana içine düştüğü durgunluğu faiz politikası ile

<sup>216</sup> Parasallaşma olgusu anlamında

<sup>217</sup> Özatay, **Parasal İktisat Kuram ve Politika**, s.250-252.



aşamaması merkez bankalarının kısa vadeli faiz politikalarının da tek başına yetersiz kaldığına en güzel örneklerdir. Bu durumda toplam talebi sürekli ayakta tutan unsur olarak parasallaşma tek başına kalmaktadır. Bu da bizi Milton Friedman'ın "enflasyon her zaman ve her yerde parasal bir olgudur 'görüşünü kabul etmeye götürmektedir.

### **2.2.2. Enflasyon ve Parasal Genişleme İlişkisi: 2000 Öncesi Türkiye Örneği**

Türkiye'deki enflasyonun nedenlerine bakıldığında iki nokta ön plana çıkmaktadır. Birincisi Türkiye'de uzun dönemde bir para talebi olgusu yüzünden enflasyon hep yüksek seyretmek zorunda kalmıştır.<sup>218</sup> İkincisi de; 1980,1994,1998 ve 2001 yıllarında enflasyonda görülen sıçramaların kriz nedeniyle olduğu ve kamu mallarının uzunca süreler sabit fiyatlarla hareket etmesinden sonra bu mallara yapılan şok zamların yarattığı sıçramaların meydana getirdiği yüksek enflasyon dönemleri bir kenara bırakılırsa, özellikle 1980'den sonra yaşanan kronik enflasyon genellikle para arzı fazlasından, kur hareketleri ve kamunun fiyat artışlarından kaynaklanmaktadır.<sup>219</sup>

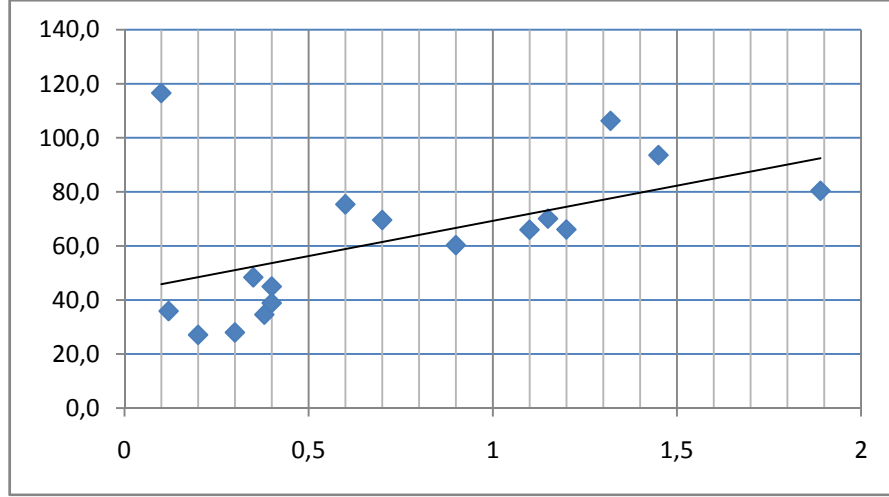
Bu bağlamda 1997 yılına gelinceye kadar merkez bankasının hazineye gittikçe artan miktarlarda avans krediler açması içine düşülen parasal kısır döngünün yarattığı enflasyonist sarmalı özetlemektedir. Bu yolla yaratılan parasallaşma olgusuna ancak 2001 yılında kanunla son verilebilmiştir. 1997-2001 arası dönemde de avans oranları tedrici olarak düşük düzeylere indirilmiştir. Hazine de bu dönemde avans kullanma yoluna gitmemiştir. Grafik 2.3, 1980-1997 arası dönemde Türkiye'deki enflasyonun parasallaşma olgusundan kaynaklandığını özetlemektedir.<sup>220</sup> Grafikte dikey eksen enflasyonu, yatay eksen de kısa vadeli avansların hâsılaya oranını göstermektedir. Çok açık bir biçimde hazineye açılan kredilerin (kısa vadeli avanslar) oranı arttıkça enflasyonun da arttığı görülmektedir

<sup>218</sup> K.Azim Özdemir ve Mesut Saygılı, "Monetary pressures an Inflation Dynamic in Turkey: Evidence from P-Star Model" **TCMB Çalışma Tebliği**, No.08/08, Ankara, 2008, s.18

<sup>219</sup> Özatay, **Parasal İktisat Kuram ve Politika**, s.270

<sup>220</sup> Bu ikisi arasındaki nedenselliği de araştıracak çalışmalara ihtiyaç olduğu da kesindir

**Grafik 2.3. TCMB'nin Hazineye açtığı kredilerin GSYİH'ya oranı ve Yıllık ortalama enflasyon arasındaki ilişki.**



**Kaynak:** TCMB, TÜİK ve Fatih Özatay, **a.g.e**, s.270.

Buradan hareketle Özatay (2000), Türkiye için enflasyonla para arzı arasında güçlü bir ilişki olduğunu ortaya çıkarmaktadır. Özatay'ın, istikrar rejimlerinden hangisinin daha iyi olacağına ve en iyi para politikasının ne olması gerektiğine cevap aradığı çalışmasında, <sup>221</sup> enflasyonun nedeni olarak uzun dönemde para tabanı<sup>222</sup>, kamu mal fiyatları ve ücret artışları gösterilmektedir. Yazara göre kısa dönemdeki hareketler de para arzı fazlasından ve kur hareketlerinden kaynaklanmaktadır.<sup>223</sup>

## **2.3. ANTI-ENFLASYONİST İSTİKRAR POLİTİKALARI**

### **2.3.1. İstikrar Programları ve Amaçları**

Enflasyonu düşürme ve bu düşük düzeylerde fiyatlarda istikrar kazandırmayı amaçlayan bir istikrar programının üç temel unsuru bulunmaktadır. Bunlar;

a) Sıkı maliye politikası uygulayarak faiz dışı fazlanın arttırılması, yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve özelleştirmenin hızlandırılması,

b) Enflasyon hedefleriyle uyumlu gelirler politikası ve

<sup>221</sup> Fatih Özatay, "A Quarterly Macroeconometric Model for A Highly Inflationary and Indepted Country: Turkey", **Economic Modelling**, No.17, 2000, pp. 1-11, s.3-7

<sup>222</sup> Para tabanı net iç varlıklar ile net dış varlıkların toplamıdır.

<sup>223</sup> Özatay, **Parasal İktisat Kuram ve Politika**, s.269-270.

c) Ekonomik birimlere uzun vadeli bir bakış açısı kazandırmak için enflasyonun düşürülmesine odaklanmış kur ve para politikasıdır.<sup>224</sup>

Enflasyonla mücadelede kullanılan istikrar programları incelendiğinde, enflasyonu düşürmek için uygulanacak programın inandırıcı olması kadar bireylerin enflasyonist beklentilerinin katı olup olmadığı da enflasyonun düşürülmesinde önemli rol oynamaktadır.<sup>225</sup> Uygulanan istikrar programlarını üç gruba ayırmak mümkündür: Birincisi; 1960’larda Latin Amerika’da uygulanan heterodoks programlar- ki bunlar 1964 Brezilya, 1967 Arjantin, 1968 Uruguay programlarıdır. Bu programların temelinde döviz kuru çapası vardır.<sup>226</sup> Programlar ilerleyen dönemlerde gelirler politikası ile de desteklendiği için heterodoks istikrar politikası özelliğini taşımaktadır. Mesela Uruguay’da fiyatlar tam olarak dondurulmuştu. Ancak enflasyon programının hemen başında her üç ülkede de düşmesine rağmen bu düşük enflasyon seviyesi sadece Brezilya’da devam ettirilebilmiştir. Kamu maliyesi disiplinsizliği yüzünden programlar Uruguay ve Arjantin’de başarılı olamamıştır.

İkinci grup ise 1970’lerin sonunda uygulanan 1978 Arjantin, Şili ve Uruguay programlarıdır. Bu programlar ortodoks özellikler taşımakta olup döviz kurları Dolar karşısında önceden belirlenen bir bant içinde kademeli ve küçük oranlı devalüasyonlar (tablita) şeklinde uygulanmaktaydı. Bu ülkelerdeki enflasyonun dünyadaki ortalama enflasyon oranlarına intibakı çok yavaş sürmüştür. Ülke paraları uygulanan kur çapasından dolayı reel olarak değer kazanmış ancak bu değerli yerli paraya dayanan kur sistemi uzun süre devam ettirilemediği için programlar döviz krizleri ve finansal krizlerle son bulmuştur.

Son grup istikrar programları ise; 1980’lerin ortasında yine Latin Amerika-Arjantin, Meksika, Brezilya ve İsrail’de uygulanan heterodoks programlardır. Bu programlarda enflasyondaki devinimi kırmak için (enflasyonist beklentileri kontrol altına almak için) fiyat ve ücret kontrolleri uygulanmıştır. İsrail ve Meksika programları başarılı

---

<sup>224</sup> TCMB, Yıllık Rapor 1999

<sup>225</sup> Almila Karasoy, “Stabilizasyon, Nominal Çapa Olarak Alınabilecek Göstergeler ve Ülke Deneyimleri”, **TCMB Araştırma Tebliği**, No.9623, Ekim 1996, s.

<sup>226</sup> Çapa: İktisat politikasını meydana getirenlerin kontrolünde hareket eden makroekonomik büyüklüktür. Bu büyüklüğün alacağı değeri kamuoyuna açıklanmaktadır. Türkiye 2001 krizi öncesinde yaklaşık 13 ay kadar döviz çapası kullanmıştır.

olmuş ve enflasyon ortalama olarak yüzde 20'lere kadar indirilebilmiştir. Brezilya ve Arjantin de ise enflasyon, program öncesi seviyelere çıkmıştır. Hatta Arjantin'de Austral adında yeni bir para birimi ile istikrar vadederek iş başına gelen Raul Alfonsin'nin çabaları yetmeyince 1989 yılında ülke yıllık yüzde 3000 enflasyon artış oranıyla hiperenflasyona doğru sürüklenmiştir.<sup>227</sup>

Özetle ifade etmek gerekirse; bu programlarda başarısız sonuçlar elde eden ülkelerin deneyimlerine bakıldığında; uygulanan programlar neticesinde enflasyon oranlarının devalüasyon oranlarına intibakının yavaş olduğunu ve ülke paralarının program uygulamaları esnasında reel olarak değerlendirilmesiyle artan bir cari açık olgusunun neticesinde döviz krizlerinin ortaya çıktığını görmekteyiz.<sup>228</sup> Bu programları başarı ile uygulayan ülkelerin ortak özelliği ise nominal çapa uygulamasına toplumu inandırmış olmalarıdır.

Ülkeden ülkeye farklılıklar gösterse de istikrar programları temelde hep aynı düşünceye dayanır: Ekonominin bozulan dengelerini uluslararası para ve mal piyasaları ile tekrar işler hale getirmek için enflasyonu öngörülebilir sınırlar içine çekmek. Hazırlanan programlar hem ekonominin bütününe kapsamakta hem de etkilemektedir. Bu programları uygulayan ülkelerin çoğunda gerek politikacıların program sonuçlarının getireceği sosyoekonomik riskleri göğüsleyememesi, gerekse de programın yürütüldüğü ülkenin dışa açıklık sorunu yaşaması ve dünya pazarları ile bütünleşme derecesinin düşük olması gibi nedenler programlardan istenilen sonuçların alınmasını zorlaştırmıştır.<sup>229</sup>

İstikrar politikalarının temel hedefi enflasyonun makul seviyelere indirgenmesidir. İktisat yazınında enflasyona sebep olan temel olgu olarak para arzının Fischer denkleminde görüldüğü gibi artması yatmaktadır. Bütçe açığı veren hükümetler finansman yöntemi olarak emisyonu tercih ettiklerinde enflasyonun ortaya çıkması kaçınılmaz olmaktadır. Bütçe açığı olması aynı zamanda içerde faizlerin de yüksek

<sup>227</sup> Paul Krugman, **The Return of Depression Economics**, W. W. Norton & Company New York London, 2008, s.40

<sup>228</sup> Carlos A. Vegh, "Stopping High Inflation", **IMF Staff Papers**, Vol.39, No.3, pp.625-695, Eylül 1992, s.23-45; Ünal Çağlar, **Döviz Kurları Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar**, Alfa Yayınları, 2003, s.154

<sup>229</sup> Doğruel ve Doğruel, **a.g.e.**, s.2-3.

seyretmesi anlamına gelmektedir; ki bu durum kısa vadede yararlı ancak uzun vadede kriz yaratma tehlikesi olan mali finansmanın ülkeye akması demektir. Dışa açık bir ülkede enflasyonun yüksek seyretmesi, sabit döviz kuru rejimi ile beraber, o ülkenin mallarının pahalılaşması, yabancı malların ucuzlaması anlamına geleceğinden, cari açık kaçınılmaz olarak ortaya çıkmaktadır. Ülkede finansal liberalizasyonla birlikte cari açığın finansman yöntemi de ülkeye gelen kısa vadeli sermaye akımları olunca, ülke kırılgan ve krizlere açık bir hale gelmektedir. Bundan sonraki safha krizler ve krizlerle mücadele etmek için politika önermelerine ayrılan uzun ve verimsiz zaman olmaktadır.

Neden bir istikrar programına ihtiyaç duyulduğunu birkaç sebeple açıklamak mümkündür. Birincisi, yüksek enflasyonla yaşamaya alışmış bireylerin yüksek enflasyon ortamının yarattığı kaotik, sosyal ve ekonomik çevrenin devamına tahammül etmeyecekleri açık bir şekilde yüksek sesle dillendirilmiş ve toplum olarak bu yönde bir irade beyanı sözkonusu ise, bir istikrar programının devreye girmesi kaçınılmazdır. Böylesi bir programın güvenilirliği toplumca tescillendiğinden başarı şansı yüksektir.<sup>230</sup>

İkinci sebep hükümetlerin elde ettiği reel senyoraj geliriyle ilgilidir. Kronik enflasyona maruz kalan ülkelerde para yaratılmasından (money creation) elde edilen senyoraj gelirinin enflasyonla ilgisi çok açık değildir. Bu da mali reformun enflasyonu yenmek için yeterli olup olmadığına dair kişilerin kafasındaki şüpheleri arttırmaktadır.<sup>231</sup> Çünkü insanların kafasında “hükümet bütçe açığını kapatırsa enflasyon olmaz” gibi bir algı vardır. Örnek bir ülkede bütçe açığının tamamıyla para basılarak karşılandığını ele alalım. Bu durumda reel senyoraj geliri reel bütçe açığına eşit olacaktır.

$$\frac{\Delta M}{P} = \frac{\Delta B}{P} \quad (2.29)$$

---

<sup>230</sup> Vegh, **a.g.e.**, s.657

<sup>231</sup> **A.e.**,

Denkleimde  $\frac{\Delta M}{P}$  reel senyoraj gelirini,  $\frac{\Delta B}{P}$  ise reel bütçe açığını göstermektedir.

Denklemin sağ tarafı tekrar yazılırsa aşağıdaki yeni denklem bulunur:

$$\frac{\Delta M}{P} = \frac{\Delta M}{M} * \frac{M}{P} \quad (2.30)$$

(2.30) nolu denkleme göre reel senyoraj, nominal para arzı büyüme haddi ile reel para arzının (aynı zamanda reel para talebi) çarpımına eşittir. Ülkede reel para arzı – talebi veri iken (sabit), nominal parasal büyüme haddi ne kadar yüksek olursa senyoraj miktarı da o oranda yüksek olacaktır. Hükümet para basarak senyoraj elde etmek ister, ancak enflasyon oranı nominal parasal büyüme haddine eşit iken ( $\pi = \frac{\Delta M}{M}$ ) hükümetin elde edeceği senyoraj geliri ile yaratacağı enflasyon vergisi arasında fark olmayacaktır (para arz- talebi veridir). <sup>232</sup>(2.30) denklemini reel hâsılaya bölersek aşağıdaki ifade elde edilir:

$$\frac{(\frac{\Delta M}{P})}{Y} = \frac{\Delta M}{M} * \frac{(\frac{M}{P})}{Y} \quad (2.31)$$

Hükümet para basarak bütçe açığını kapatma yoluna giderse, para arzı artış oranı yükselecektir. Bu durumda bireyler de gelecek dönem için beklenen enflasyon oranlarını yükseltmiş olurlar. Veri reel faiz haddinde ( $r=r_0$ ) ve veri hasıla düzeyinde ( $Y=Y_0$ ) beklenen enflasyon oranının yükselmesi, nominal faizlerin ( $i=r+\pi^e$ ) yükselmesine neden olacaktır. Eğer nominal faizlerdeki büyüme, para arzı büyüme haddinin üzerinde gerçekleşirse, para tutmanın maliyeti artacaktır. Para tutmanın maliyeti artarsa reel para ( $M/P$ ) talebi azalacaktır. Dolayısıyla parasallaşma olgusu senyoraj gelirini hem arttırabilir hem de azaltabilir. Nominal para arzı büyüme oranı ne kadar yüksek olursa senyoraj o kadar artar; ancak nominal para arzındaki büyüme aynı zamanda reel para talebini de azaltacağından (2.31) nolu denklemin sağ

---

<sup>232</sup> Enflasyon vergisi =  $\pi * \frac{M}{P}$

tarafındaki terimlerden biri artarken diğeri azalmış olacaktır. Senyoraj bu iki etkinin neticesinde ortaya çıkmaktadır<sup>233</sup>

Hükümetlerin istikrar programlarını uygulamaya koymak istemelerinin üçüncü bir sebebi de ödemeler dengesi açıklarını kapatmak istemeleridir. Son olarak hükümetler dışsal şokların ekonomiye zarar vermesinin önüne geçmek için de alternatif bir istikrar programı uygulayabilmektedirler.

O halde toparlayacak olursak, istikrar politikasının, toplam talep düzeyini değiştirmek amacıyla uygulamaya konulan politikalar bütünü olduğu söylenebilir. Bu politikaların para ve maliye politikalarını içeren uygulama şekline Ortodoks istikrar politikası denir. Yüksek enflasyon ortamında kamu harcamalarını kısmak, Merkez Bankası güvenirliliğini sağlamak, monetizasyondan kaçmak ve ülke parasını düşük enflasyona sahip bir ülke parasına endekslemek gibi önlemler bu tür politikalara örnektir. Heterodoks politikalar ise, ortodoks polititalara ek olarak, şok politikalar içermektedir. Ücret ve fiyat kontrolleri ve gerekiyorsa ücret ve fiyatların dondurulması politikaları bunlara örnek gösterilebilir. Heterodoks politikanın arkasında yatan mantık, ücret ve fiyatların artmayacağını bilen ücretli kesimin ve üretici kesimin enflasyonist beklentilerini şok bir şekilde kırarak enflasyonu normal düzeye indirebilmektir.

Ortodoks istikrar politikaları genelde kurala, heterodoks istikrar politikaları ise duruma göre değişen politikaları içermektedir. Heterodoks politikanın para politikası ayağı sağlam olmalıdır. Bunun için Merkez Bankası yerine göre kurala dayanan yerine göre duruma göre değişen para politikası araçları - daha çok açık haftalık repo faiz oranları, açık piyasa işlemleri ve zorunlu karşılıklar ile-para arzını kontrol altında tutarak ekonomiye müdahale etmektedir.<sup>234</sup> Ancak sürekli kamu açıklarının verildiği bir ekonomide para politikası maliye politikasının baskısı altında olacağından etkili sonuçlar elde edilmesi mümkün değildir. Türkiye’de kamu açıklarının mali sisteme oranla büyük olduğu günlerin geride kaldığı söylenebilir. Ancak buna rağmen hala Merkez Bankası’nın para politikası uygulamalarında

<sup>233</sup> Erdal Ünsal, **Makro İktisat**, 8. Gözden Geçirilmiş Baskı, İmaj Yayınları, Ankara, 2009, s.579-581

<sup>234</sup> A.e., s.54-55

karşılaştığı en büyük baskı unsuru kamunun finansman açığıdır. Maliye politikaları hazine- merkez bankası ilişkilerini bu yüzden olumsuz etkilemektedir<sup>235</sup>.

Optimum istikrar programının hangisi olduğuna politika uygulama sonuçlarına bakılarak karar verilebilir. Buna göre optimum bir program, enflasyon artış hızını ani düşüren, harcamalarda keskin bir düşüş sağlayan ve kısa dönemde ücret ve fiyatları kontrol altında tutabilecek özelliklere sahip olmalıdır ki enflasyon baskılanabilsin ve beklentiler bir anda kırılabilsin.<sup>236</sup>

Bundan sonraki kısımda istikrar politikalarının çeşitleri kısaca anlatılmaktadır.

### **2.3.1.1. Ortodoks Politikalar**

İstikrar programlarının sonuçları aynı olsa bile uygulama teknikleri farklıdır. Ortodoks istikrar programları daha çok Uluslar arası Para Fonu'nun (IMF) dayattığı koşullarla belirlenmiş zoraki bütçe disiplinlerine dayanır. Bu programda bir nominal çapa olarak ( nominal anchor) ya döviz kuru ya da para arzı seçilir.

İstikrar politikalarının, yüksek enflasyon yaşayan bir ülkede, ilk hedefi parasal genişlemeyi frenleyecek önlemler almasıdır. Enflasyonist baskıların kaynağı toplam talep olarak değerlendirip, toplam talebin daraltılması hedeflenmektedir. Bütçe açıkları kamu harcamaları azaltılarak düşürülmeye, özel tüketim de faizler yoluyla azaltılmaya çalışılmaktadır. Kamu ve özel kesim talebi azaltılarak toplam iç talep azaltılırken, mevduat faizleri arttırılarak yatırımlar için kaynak sağlanması yoluna gidilir. Bu yolla artacak üretimin dolaylı yoldan uzun dönemde talep fazlasını kompanse etmesi hedeflenmektedir. Para politikası uygulamasına ilave olarak yapısal uyum programlarına da başvurularak ekonominin bozulan dengesinin yeniden yerine oturtulmasına çalışılmaktadır. Bunu sağlamak için hükümet devreye girerek direkt piyasalara müdahale eder ve nisbi fiyatların ayarlanması yoluna gidilerek bozulan arz-talep dengesinin yeniden tahsisine çalışılır. Aynı zamanda dış ticaret rejiminde

---

<sup>235</sup> Erçel, **Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri**, 1996

<sup>236</sup> Steve Ambler and Emanuela Cardia, “Optimal anti-inflation programs in semi-industrialized economies: Orthodox versus heterodox policies” , **Journal of Development Economics**, Volume 38, Issue 1, January 2002, s. 41-61



değişikliğe giderek döviz piyasaları üzerindeki kontrol ve kısıtların kaldırılarak ekonominin dış dünya ile olan ticari iletişiminin tekrar sağlanmasına çalışılır. Bu Ortodoks politikalar bir takvim dahilinde ciddiyle uygulandığında 2-3 yıl içinde enflasyonda bir düşüşün yaşandığı görülmektedir. Ancak yapılan gözlemler enflasyondaki düşüş eğiliminin korunamadığını ve ekonominin kararlı bir yapıya ulaşamadığını ortaya koymaktadır.<sup>237</sup> Çünkü çoğunlukla siyasetçiler popülist politikaları uzun dönemli politikaların yerine ikame ederek, oy maksimizasyonuna giderler. İktidara gelen her yönetici sil baştan yeni politikalar yürütmek istediğinde de ekonomik ajanların bu politikaların devamlılığına olan güvenleri kırılır ve beklentiler kötüye gitmeye başlar.

Bazen de ortodoks bir politika döviz kuru çapası ile desteklenmektedir. Ortodoks istikrar programında, ülkedeki enflasyonist eğilim uygulanan para ve maliye politikaları sonucu kırıldıktan sonra döviz kuruna dayalı istikrar politikası (ERBS) uygulaması devreye sokulabilir. Bu uygulama tipini Latin Amerika ülkelerinin 1970'lerdeki istikrar programlarında görmek mümkündür. Amaç düşen enflasyonu iyice aşağıya çekmek ve sabit bir bant içine hapsedmektir. Oysa heterodoks programda ERBS bizatihi artan enflasyon eğilimini kırmak için bir plan (tablo) oluşturmaktadır.<sup>238</sup>

Ortodoks istikrar politikalarını uygulayan ülke deneyimlerine bakıldığında bu ülkelerin ortak özellikleri olarak şunlar ön plana çıkmaktadır: uzun yıllar ithal ikamesine dayalı sanayileşme stratejisi benimsemiş, politikacıların oy maksimizasyonu için sürekli iç talebi genişletici popülüst politikalar uygulamaya çalıştığı gelişmekte olan ülkeler olduklarını görürüz.

Ortodoks istikrar politikaları zamana yayıldığı için kısa sürede enflasyonu kontrol altına alamaz ve bu yüzden de bu politika tipi toplumdaki enflasyonist bekleyişleri hemen kırmada çok da başarılı değildir. Bu yüzden de toplumda fiyat artışlarına karşı direnç oluşmamaktadır. Zamana yayılan bu uygulama tipinde tüm iktisadi kesimler

---

<sup>237</sup> A.e.,

<sup>238</sup> Miguel A. Kiguel And Nissan Liviatan, “ The Business Cycle Associated with Exchange Rate-Based Stabilization”, **Worldbank Working Papers**, No.WPS513, October 1990, s.11

kendilerini enflasyonu düşürmeye yönelik politikalara karşı hazırlayabilecek kadar geniş bir süre elde etmekte ve uyarlayıcı bekleyişlerle yeni durumlara göre kendi enflasyon beklentilerini aşabilmektedirler. Oysa yüksek enflasyon (hiperenflasyon yada ona yakın) görülen bir toplumdaki enflasyonist beklentilerin acilen kırılması gerekmektedir. Bu yüzden de demokratik olmayan toplumlardaki uygulama örnekleri daha başarılıdır. Çünkü demokratik ortamlarda uzun süre daraltıcı politikalar tepki çekmektedir. Bu ortamlarda her kesim tarafından kabul gören sonuç odaklı programlar daha kısa olmalıdır. Bu durumda şok şeklinde uygulanan istikrar politikaları devreye girmektedir.<sup>239</sup>

### **2.3.1.2. Heterodoks Politikalar**

Üretim ve istihdam seviyelerinde bir geriletme yaratmadan enflasyonun kısa sürede ve ani olarak aşağı çekilmesi şeklinde özetlenen programa heterodoks program denir. Program ücret (W) kontrolleri , fiyat (P) kontrolleri, sabit döviz kuru hedefi ve gelirler politikasını ihtiva etmektedir. İsrail 1985 örneğinde olduğu gibi, duruma göre ücret ve fiyat dondurmalarına da gidilir.

Heterodoks İstikrar politikaları toplumdaki enflasyonist beklentileri hemen kırarak enflasyon oranını hızla aşağıya çekmeyi hedeflemektedir. Bu program tipinde piyasaya müdahale dolaylı değil doğrudan olmaktadır. Heterodoks program iki aşamadan oluşmaktadır.<sup>240</sup> İlk aşamada temel bazı fiyatlar kontrol altına alınır ve dondurulur. İkinci aşamada ise yüksek enflasyon düzeyi ılıman bir seviyeye indirildikten sonra, uygulanacak bir ortodoks program ile bütçe kontrol altına alınarak gerekli yapısal dönüşümler sağlanmaya çalışılır. Fiyat dondurma politikasının etkin olması için toplumsal uzlaşşı şarttır. Gelirler ve fiyatlar üzerinde etkili olacak bir politika hakkında tüm toplum kesimlerinin desteği alınmalıdır. Bu konuda demokratik bir ortam oluşması gerekmektedir. Baskıcı siyasal ortamda daha iyi sonuç veren ortodoks politikanın aksine heterodoks politikalarda hesap verilebilirlik ve güvenilirlik öncelikli olduğundan, siyasal yapının buna uygun teşekülüne ihtiyaç vardır. Politika yapıcılarına toplumun güveni tam olmalıdır. Şayet

---

<sup>239</sup> A.g.e., .s.66-67

<sup>240</sup> A.e

kamuoyu para politikasının politika yapıcılarının hedefi ile uyumlu gitmediğini algılasa uygulanan politikaya güvenilmesini beklemek mümkün olmayacaktır.<sup>241</sup> Bu yüzden de enflasyonla mücadele eden ülkelerde merkez bankası başkanlarının toplumca kabul görmüş görüşlere sahip kişilerden seçilmesine dikkat edilir. Merkez bankası yönetimi de enflasyonu belirli düzeye indirme taahhüdü altında göreve getirilir ve istenilen sonuçlar elde edilemediği takdirde görevlerine son verileceği uyarısında bulunulur. Yeni Zelanda örneğinde görüldüğü gibi burada amaç toplumun merkez bankasına olan güveni tesis ederek beklentileri kontrol etmektir.<sup>242</sup>

Heterodoks programlarda birden fazla çapa kullanılmaktadır. Bunun sebebi tek çapanın kısa dönemde ekonomideki tüm değişkenleri etkilemesinin güç olmasıdır. Kısa sürede sonuç almak isteyen bir istikrar süreci bu yüzden de kur çapası ile birlikte bominal para arzı kontrolü, fiyat ve ücret kontrolleri gibi çapaları da kullanmaktadır.<sup>243</sup>

Heterodoks politikaya güven yoksa daha ilk basamakta başarısız olması kaçınılmazdır.<sup>244</sup> Toplumsal güven duygusu bazen özel koşullar tarafından kendiliğinden ortaya çıkar. Mesela İsrail'deki toplumsal uzlaş bir savaş ortamından çıkmış olmanın verdiği özel bir uzlaş durumuna dayanırken; Meksika'da gelecekte yaşanacak bir refah artışına halkın ikna olmasının getirdiği bütünleşme ve bu bütünleşmenin toplum nezdinde istikrar politikalarının başarılı olabileceğine dair umutlar beslemesi neticesinde karar vericilerin işlerini kolaylaştıran etmenler olmuşlardır.<sup>245</sup>

Tablo 2.3'te 2004 yılına kadar uygulanan ve iktisat literatüründe yer etmiş önemli istikrar programlarının bir listesi verilmiştir. Döviz kuru ve yerel paranın nominal

---

<sup>241</sup> Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi**, s.13

<sup>242</sup> Ünsal, **a.g.e.** s.554-555.

<sup>243</sup> Sema Bahçeci, "Ortodoks ve Heterodoks İstikrar Programları: Seçilmiş Ülke Deneyimleri ve Türkiye Örneği", **DPT Uzmanlık Tezi**, No. 2477, Temmuz 1997,s.29.

<sup>244</sup> **A.e.**

<sup>245</sup> 1993 yılında görevde olan Meksika Devlet Başkanı Carlos Salinas de Gortari Harvard menşeli bir iktisatçı olarak ABD ile tesis edilecek güvenin yabancı yatırımcılar nezdinde Meksika'ya yatırım yapma algısında iyimserlik yaratacağını bildiği ve inandığı için ABD başkanı George H.W. Bush'a Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması /NAFTA'yı teklif etmiş ve heterodoks programa pozitif katkı sağlamıştır(Krugman, **The Return of Depression Economics**, s.37)

apa olarak kullanıldığı bu istikrar programları heterodoks ve ortodoks olarak ikiye ayrılmıştır.<sup>246</sup>

**Tablo 2.3. Seçilmiş İstikrar Programları (1964-2004)**

| <b>Program</b>                | <b>Noninal apa Türü</b> | <b>Uygulama Tipi</b> | <b>Dönem</b> |
|-------------------------------|--------------------------|----------------------|--------------|
| <b>Arjantin</b>               |                          |                      |              |
| 1967 programı                 | Döviz Kuruna Dayalı      | Heterodoks           | 1967-1970    |
| Tablita (Aralık 1978)         | Döviz Kuruna Dayalı      | Ortodoks             | 1979-1981    |
| Austral                       | Döviz Kuruna Dayalı      | Heterodoks           | 1985-1989    |
| Bonex                         | Yerel Paraya Dayalı      |                      | 1990         |
| Convertibility                | Döviz Kuruna Dayalı      | Heterodoks           | 1991-1997    |
| 2000 Planı                    | Yerel Paraya Dayalı      |                      | 2000-1003    |
| 2002 transition               |                          |                      |              |
| 2003 planı                    | Yerel Paraya Dayalı      |                      | 2003-        |
| <b>Brezilya</b>               |                          |                      |              |
| 1964 programı                 | Döviz Kuruna Dayalı      | Heterodoks           | 1964-1968    |
| Cruzado                       | Döviz Kuruna Dayalı      | Heterodoks           | 1986         |
| Collor                        | Yerel Paraya Dayalı      |                      | 1990         |
| Real Plan                     | Döviz Kuruna Dayalı      |                      | 1994-1999    |
| 1999 Programı                 |                          |                      | 1999-2001    |
| 2001 Programı                 |                          |                      | 2001         |
| 2002 Program (6 Aralık 2002)  |                          |                      | 2002-2003    |
| 2002 Program (15 Aralık 2003) |                          |                      | 15 ay uzatma |
| <b>İsrail</b>                 |                          |                      |              |
| 1985 programı                 | Döviz Kuruna Dayalı      | Heterodoks           | 1986-1990    |
| <b>Meksika</b>                |                          |                      |              |
| 1982                          |                          | Ortodoks             | 1983-1987    |
| 1.Dönem                       |                          |                      | 1983-1985    |
| 2.Dönem                       |                          | Heterodoks           | 1985-1987    |
| 1988                          | Döviz Kuruna Dayalı      | Heterodoks           | 1988-1992    |

<sup>246</sup> A.e., s.55-56

|                               |                         |           |
|-------------------------------|-------------------------|-----------|
| 1995                          | Döviz Kuruna Dayalı     | 1995-1999 |
| 1999                          | Döviz Kuruna Dayalı     | 1999      |
| <b>Türkiye</b>                |                         |           |
| 1978                          |                         | 1978-     |
| 1980 (24 ocak/haziran 1980)   | Ortodoks                | 1980-1983 |
| 1984                          | Ortodoks                | 1984-     |
| 1999 (22 aralık) <sup>a</sup> | Döviz Kuruna Dayalı     | 1999-     |
| 2001 (15 mayıs) <sup>b</sup>  | Dalgalı kur(yerel para) | 2001-2002 |
| 2001 (28 kasım) <sup>c</sup>  |                         | 2002-2004 |
| 2005 (11 mayıs) <sup>d</sup>  |                         | 2005-2008 |

\*: a, b, c, d stand-by düzenlemelerinin olduğu dönemlerdir.

**Kaynak:** Fatma Doğruel ve A.Suut Doğruel, **Bıçak Sırtında Büyüme ve İstikrar**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2006, s.58-59

Bruno (1991) bu programlar arasından başarılı ortodoks programları olarak Bolivya 1985 ve Şili 1975'i; başarılı heterodoks programlar olarak da İsrail 1985 ve Meksika 1988'i göstermektedir. Başarısız olan heterodoks programlar arasında da Brezilya 1986'yı ve Arjantin 1985' i göstermektedir (Tablo 2.4).<sup>247</sup>

**Tablo 2.4. Seçilmiş Ülke İstikrar Programlarının Başarı Durumu**

|                        | Ortodoks Program | Heterodoks Program | Başarılı | Başarısız |
|------------------------|------------------|--------------------|----------|-----------|
| <b>Bolivya(1985)</b>   | X                |                    | X        |           |
| <b>Şili(1975)</b>      | X                |                    | X        |           |
| <b>İsrail (1985)</b>   |                  | X                  | X        |           |
| <b>Meksika (1988)</b>  |                  | X                  | X        |           |
| <b>Brezilya (1986)</b> |                  | X                  |          | X         |
| <b>Arjantin(1985)</b>  |                  | X                  |          | X         |

**Kaynak:** Bruno (1991) kullanılarak Tarafımızca hazırlanmıştır.

Son olarak; uygulanan heterodoks programlar başarısız olduğunda meydana gelen krizler ülkenin kendisini etkilemekle kalmaz, ait olduğu coğrafyayı yada benzer durumdaki ülke gruplarını da krizin bulaşıcı etkisi ile etkilemektedir. 1990'lı yıllar

<sup>247</sup> Doğruel ve Doğruel, **a.g.e.**, s.56.

Latin Amerika ülkeleri için enflasyonu düşürme programlarının çok sıklıkla uygulandığı bir dönem olmuştur. Buna rağmen dönem boyunca 1994 Meksika, 1997 Asya (Tayland, Endonezya, Güney Kore) ve 1998 Rusya krizleri patlak vermiş; bu kriz dalgası daha sonra 2000 yılında Arjantin ve Brezilya'ya sıçramış ve son tahlilde de 2001 yılında Türkiye'ye uzanmıştır. Tablo 2.5'te dört ayrı dalga şeklinde gelişmekte olan ülkeleri etkileyen bu sarsıntılar gösterilmiştir. Krizlerin arka arkaya gelmesi iktisat yazınında “krizlerin bulaşıcılığı” (contagious) konusunun tartışılmasına yol açmıştır. Buna göre Meksika Krizi Tekila Etkisi ile Arjantin'i, Doğu Asya krizi genel olarak Latin Amerika'yı, ve Rusya Krizi'nin de Brezilya'yı etkilediği yapılan çalışmalarla ortaya çıkarılmıştır.<sup>248</sup>

**Tablo 2.5. 1990-2002 Dönemi Krizleri ve Bulaşıcı Etkisi**

| Dönem                | Krizin Adı                         | Bulaşıcı Etkisi                        |
|----------------------|------------------------------------|----------------------------------------|
| <b>1994-1995 (a)</b> | Tekila Krizi(Meksika)              | Meksika → Arjantin                     |
| <b>1997-1998 (c)</b> | Doğu Asya Krizi                    | Asya Ülkeleri → Latin Amerika ve Rusya |
| <b>1998-1999 (c)</b> | Rusya/Brezilya Krizleri            | Rusya → Brezilya (b)                   |
| <b>2000-2001 (c)</b> | Türkiye/Arjantin/Brezilya Krizleri | Arjantin → Brezilya                    |

**Kaynak:** Doğruel ve Doğruel, a.g.e., s.60

### 2.3.1.3. IMF Tipi İstikrar Programı

IMF tipi istikrar programları, ülkenin yabancı varlıkları tükenme noktasına yaklaştığında, ülkenin toplam borç yükünün gayri safi hasılaya oranı kabul edilir sınırların çok üstünde seyretmeye başladığında, değerli yerli para yüzünden ülkenin uluslararası rekabet gücü azalıp ihracatın ithalatı karşılama oranı düşmeye ve bu da ülkenin ödemeler bilançosu pozisyonunu gittikçe kötüleştirmeye başladığında devreye girmektedir.<sup>249</sup> IMF, ülkeye yeni bir istikrar yaklaşımı getirmekte ve sıkı

<sup>248</sup> A.g.e., s.56. Daha ayrıntılı bilgi için Fischer, S., “The Financial Crises in Emerging Markets: Lessons for Eastern Europe and Asia,” First Deputy Managing Director of the International Monetary Fund at the Eastwest, Institute, New York ,April 23, 1999. Bulaşıcılığın nedenleri konusunda Van Rijckeghem ve Weder (1999)' a bakılabilir.

<sup>249</sup> Anne O. Krueger, IMF Stabilization Programs, **NBER Working Papers**, volume title: Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies, volume editor: Martin Feldstein, 2003, ss.297-346, s.303

para ve maliye politikası yanında tedrici devalüasyonlarla dış açıklar giderilmeye ve enflasyon kontrol altına alınmaya çalışılmaktadır.

### 2.3.2. Türkiye Ekonomisinde İstikrar Programları

Türkiye’de istikrar programlarına, yüksek enflasyonu aşağı çekip fiyatları istikrara kavuşturmak, kamu iç ve dış borç yükünü hafifletmek ve ödemeler bilançosu pozisyonunu iyileştirmek için 1970’lerden beri başvurulmaktadır. Aynen Latin Amerika ülkeleri gibi, sürekli fiyatları istikrara kavuşturma çabalarını olduğunu görmekteyiz. 1970 ve 1980 dönemi kronik enflasyonları istikrar programlarının istenilen sonuçları vermediğini ortaya koymaktadır. Her başarısız politika denemesini yeni bir program izlemiştir. Ancak gene de 1998 yılında maliye ağırlıklı ve bütçe politikasına dayanan enflasyonla mücadele politikası, enflasyon sorununu çözmek için atılmış en ciddi adım olarak kabul edilebilir. 1997 yılında yüzde 0,1 olan faiz dışı bütçe fazlasının GSMH’ya oranı 1998 yılında yüzde 4,6’ya yükseltilmiş, 12 aylık enflasyon oranı yüzde 91’den yüzde 54,3’e indirilebilmiştir. Aynı yıl içinde ithal mal fiyatlarının ve petrol fiyatlarının gerilemesinin de enflasyonun aşağı düşmesinde payı vardır. Toptan Eşya Fiyat Endeksi (TEFE) enflasyonu yüzde 54’e inmiş olsada özel kesim enflasyon oranı yüzde 60’da kalmıştır. Bunun en temel nedeni de özel kesimin bekleyişlerinde bir değişiklik yapmamasıdır. Zira politikacıların ve kurumların kredibilite sorunları vardır. Buna mukabil, fiyat kontrolleri sayesinde, kamu sektörü mallarının fiyat artışları da yüzde 36’da kalmıştır. Aynı durum işgücü maliyetlerinde de kendini göstermiş ve özel kesim işgücü maliyetleri yüzde 16,1 oranında artmıştır. Yani uygulanan programa tüm ekonomik kesimlerin inandığını söylemek pek olası gözükmemektedir.<sup>250</sup>

Enflasyonla mücadelede önemli olan bir diğer nokta da fiyatlardaki katılığı kırmaktır. Türkiye için bakıldığında fiyat katılığı, yada ataleti, en çok sağlık, eğitim ve konut sektörlerinde görülmektedir. Bu yüzden de 1998 yılında TÜFE genel enflasyonu

---

<sup>250</sup> TCMB, Yıllık Rapor 1999

yıllık bazda yüzde 69,7 olarak gerçekleşirken, konutta bu oran yüzde 86,8, eğitimde yüzde 94,6 ve sağlıkta yüzde 99,6 olarak gerçekleşmiştir.<sup>251</sup>

1998 yılında yaşananlar enflasyonla mücadelenin daha kapsamlı bir program dahilinde ele alınması gerektiğini ve özel sektör bekleyişlerinin kırılmasının önem arzettiğini göstermiştir. Tüketicilerin ve ücretli kesimin rasyonel bekleyişlere uygun bir model çerçevesinde enflasyonist bekeyişlerini kontrol etmeden fiyatlarda istikrar yakalamak imkansız hale gelmiştir. Bu yüzden de 1998 yılındaki istikrar programının devamı niteliğinde IMF'nin desteği ile enflasyonu düşürme programı 2000 yılının başında yürürlüğe sokulmuştur. 2000-2001 arasında döviz kuruna dayalı istikrar programı ve akabinde de 2002-2005 ve 2006-2010 dönemlerinde sırasıyla örtük ve açık enflasyon hedeflemeleri ile Türkiye ekonomisinde istikrar yakalanmaya çalışılmıştır. Para politikasına dayalı bu yakın dönem istikrar programlarının bir diğer önemli ayağı da gerçekleştirilen reformlardır. Bu sayede bazı sektörlerdeki enflasyonist katılıklar kırılmış ve alınan ek tedbirler sayesinde enflasyonun düşürülmesi mümkün olabilmiştir. Bu program ve ara rejimler çalışmanın ilerleyen bölümlerinde detaylıca anlatılacaktır.

#### **2.4. PARA POLİTİKASI ARA REJİM HEDEFLEMELERİ (PARA POLİTİKASI REJİMLERİ)**

Enflasyonu düşürmeye yönelik bir program uygulandığında programın bir dayanak unsuruna sahip olması gerekir. Nominal çapa da denilen bu dayanak istikrar programında kilit bir rol üstlenir. Çünkü başarılı bir parasal hedefleme rejimi yurtiçi para arzı üzerine konulan bir kısıtla ancak başarılı olabilmektedir. Bu bağlamda yürütülen para politikalarında bir nominal çapaya (ara rejim) ihtiyaç duyulmasının iki sebebi vardır: Birincisi, bir nominal çapa yurtiçi para arzına kısıt koyarak enflasyonist bekleyişleri zapt eder ve fiyat istikrarının sağlanmasını kolaylaştırır. İkincisi, nominal çapalar, Kydland ve Prescott (1977), Calvo (1978) ve Barro ve Gordon (1983) tarafından tanımlanan sözde zaman tutarsızlığı (time-inconsistency) problemine düşülmesine engel olmak için politikalar geliştirilmesini bir disipline

---

<sup>251</sup> A.e.



yani kurala bağlar. İktisadi ajanların bir kısmı üzerinde ileriye dönük zayıf uzun dönem sonuçları olmasına rağmen, bir karar vericinin (policymaker) kısa dönemli politikalar izlemesi için çeşitli saikleri olduğu için zaman tutarsızlığı problemine düşülür. Genişlemeci para politikası kısa dönemde yüksek büyüme ve istihdam sağladığı için karar vericiler tarafından sürdürülmek istenmektedir. Ancak uzun dönemde iktisadi ajanlar ücretlerini ayarlayacakları ve fiyatlara ilişkin beklentilerini yukarı çekecekleri için bu genişlemeci politikaların yüksek büyüme ve istihdam sağlama durumunun uzun dönemde devam ettirilemeyeceğini bildikleri halde bu politikaları ısrarlı takip etmek isterler. Maalesef, kısa dönemde genişlemeye yol açan bu para politikaları uzun dönemde yüksek enflasyona ve ekonomi için olumsuz sonuçlara sebep olmaktadır.<sup>252</sup> Bu olumsuz sonuçlardan kaçınmak için karar verici kesimin (çoğunlukla merkez bankaları ve hükümet) bir para politikası aracını kısıt olarak seçip buna göre politika geliştirmesi önerilmektedir. Karar vericiler için burada önemli olan nominal çapanın yerel para mı, döviz dayalı sistem mi <sup>253</sup> yoksa enflasyonun bizzat kendisinin mi olacağıdır.

Ekonomik istikrarın sağlanması için nominal çapalar tekil yada çoklu olarak kullanılabilir. Enflasyonist ataleti ortadan kaldırmak ve programın kredibilitatesini arttırmak için en çok kullanılan çapalar; döviz kuru, fiyatlar ve parasal hedeflerdir.<sup>254</sup>

Kısaca istikrar politikalarına baktığımızda, bu programların hepsinin ortak özelliği olarak, reel ekonomik aktiviteler üzerinde büyük etkiler göstermiş olmaları, enflasyonun düşürülmesinde benzer teşhisler koymuş olmaları, enflasyonla mücadele adına uygun çözüm önerileri dizayn etmiş ve kısa ve orta vadede enflasyonda bir düşüş sağlama başarısı göstermiş olmalarının ön plana çıktığını görmekteyiz.<sup>255</sup>

Merkez bankaları para politikalarında tek yetkili mercii olarak belirlemiş olduğu nihai hedefe nasıl ulaşılacağı konusunda bir ara hedef (intermediate target)

---

<sup>252</sup> Frederic S. Mishkin, "International Experiences With Different Monetary Policy Regimes", **Seminar Paper**, No. 648, 1998, s.1-2.

<sup>253</sup> Jeffrey Sachs, Aaron Tornell and Andres Velasco, "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons From 1995", **NBER Working Paper**, No. 5576, 1996, s.22

<sup>254</sup> **A.e.**

<sup>255</sup> Kiguel ve Liviatan, **a.g.e.**, s.6

belirlemektedir. Karışık aktarım mekanizmaları verilmek istenen mesajı güçleştireceğinden tek ve anlaşılır, finansal piyasalar tarafından kolayca takip edilip anlaşılabilen bir ara hedef konulması parasal otoriteye olan güveni arttırmaktadır.

Ara hedef, ister parasal büyüme, isterse döviz kuru yada başka bir ara hedef olsun, eğer gelecek dönem enflasyonunu tahmin etmede zayıf kalıyorsa, o zaman kamuoyuna o değişkeni bir ara hedef olarak sunmak amaçlanan hedefe zarar verecektir.<sup>256</sup> Bu yüzden kamuoyunun desteğini alan bir ara hedefin merkez bankası tarafından belirlenmesi ve açıklanması hem para politikası eğilimlerini hem de uygulama sonuçlarını pozitif yönde etkileyecek ve aynı zamanda para politikası uygulamaları için kamuoyunun desteğini almış olacaktır.<sup>257</sup>

Fiyat istikrarını sağlamak için merkez bankaları tarihte çok sayıda alternatif rejimler uygulamıştır. Bunlar arasında parasal büyüklüklerin hedeflendiği rejimlerle döviz kurunun hedeflendiği rejimler dünya çapında çok sayıda gelişmiş ve gelişmekte olan ülke merkez bankalarının sıkça kullanılmış ve halen de kullanılmaya devam eden rejimlerdir.<sup>258</sup> Kuralına göre para politikası uygulayan Bir ülke merkez bankasının izleyebileceği en az dört farklı ara rejim tipi vardır: Sabit parasal büyüme, nominal GSYİH hedeflemesi, enflasyon hedeflemesi ve döviz kuru hedeflemesi.

Calvo ve Veigh (1994,) nominal çapa olarak yerel para arzı yada döviz kuru kullanılmasının yol açtığı açmazı şöyle tarif etmektedirler: “Hemen şimdi resesyona karşı, daha sonra resesyona karşı -recession now versus recession later”. Onlara göre para arzının çapa olarak seçildiği ara rejim tipinde resesyonun maliyeti hemen ortaya çıkmakta iken; döviz kuruna dayalı istikrar (enflasyonu düşürme) programında ise olası bir resesyonun sonradan baş göstermektedir.<sup>259</sup> Günümüzde uygulanan bu ara rejim politikaları sadece döviz kuru-yerel para arzı çapasını seçme ve fiyatları aşağı çekme açmazından öte, diğer ekonomik alanlardaki - mesela bankacılık- reformlarla

---

<sup>256</sup> Stanley Fischer, “Maintaining Price Stability”, **Finance and Development**, December 1996, s.34-37, s.36

<sup>257</sup> Erçel, **Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri**, 1996.

<sup>258</sup> Kara ve Orak, **a.g.e.**, s.2.

<sup>259</sup> Calvo ve Vegh, **a.g.e.**, s. 22.

da ülke riskini minimize etmeye, ülkenin kredibilitesini yükseltmeye ve kırılganlığını azaltmaya çalışmaktadır.

Para politikasını kullanarak fiyat istikrarına ulaşmak için seçilebilecek çok sayıda ara hedeften bahsedilebilir. En çok kullanılan yöntem merkez bankasının gelecek dönem enflasyon oranını önceden ilan etmesi ve para politikası araçlarını bu amaç doğrultusunda kullanmasına dayanan enflasyon hedeflemesi rejimidir. Ancak bundan başka uygulanan ve uygulanmakta olan yöntemler de vardır. Parasal büyüklük ve faiz oranından başka önerilebilecek diğer hedefler arasında şunlar vardır.<sup>260</sup>

- Nominal GSYİH hedeflemesi
- Mal Fiyatları hedeflemesi
- Finansal Verim eğrisi
- Döviz kurları

Bundan sonraki kısımda, yukarıda yazılan fiyat istikrarı politikalarından Mishkin (1997)<sup>261</sup> ve Rogoff (1978)<sup>262</sup>, nin temel ara hedef stratejileri olarak seçtikleri parasal hedefleme (para arzı hedeflemesi) rejimi, döviz kuru çapası rejimi, nominal GSYİH hedefine dayanan ara rejim, faiz oranı hedefi ve enflasyonun bizzat kendisini hedef alan enflasyon hedeflemesi rejimleri anlatılacaktır. Zira Uygulamalarda ara hedef olarak genelde para arzı (stoku), döviz kuru, nominal GSYİH, fiyat seviyesi, nominal faiz oranları gibi değişkenler kullanılmaktadır.<sup>263</sup>

Aşağıda teorik olarak anlatılacak bu kurala göre para politikalarına ilişkin ekonometrik bir uygulama çalışmanın dördüncü bölümünde yer almaktadır. Buradan elde edilecek sonuçlara göre MB'nın hem başarısı hem de ara rejimlerin bu başarıya etkisi analiz edilecektir. TCMB'nin ilk parasal hedefleme politikasını kamuoyu ile

---

<sup>260</sup>Kemal Yıldırım ve Mustafa Özer, **İktisat Teorisi**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 4.baskı , Ekişehir, 2006, s.413

<sup>261</sup>Frederic S. Mishkin, "Strategies for Controlling Inflation", **Economic Group of Reserve Bank of Australia**, Kirribilli, July 21/22 1997, s.14-15

<sup>262</sup>Kenneth Rogoff, "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target", **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 100, No. 4, Nov., 1985, pp. 1169-1189.

<sup>263</sup> A.e.

paylaştığı 1990 yılında kurala göre politika izlemeye başladığını kabul edersek, geçen 20 yıllık süreçte fiyat istikrarı için MB'nın üç farklı ara rejim kullandığını ve bu dönemlerde ilki 1994 yılında olmak üzere, 2000 ve 2001 yıllarında toplam üç farklı yerel krizle birlikte 2008 yılında da küresel ölçekli bir mali krizle uğraştığını hesaba katarsak, bankanın söz verdiği kurala göre politika izleme taahhüdünü sık sık askıya aldığını rahatlıkla söyleyebiliriz. MB'nın bu rejimlerin hangisinde daha başarılı olduğu ve bu başarıyı etkileyen faktörlerin neler olduğu, etki düzeyi ve etki yönü hakkındaki analiz bu çalışmanın dördüncü bölümü olan ekonometrik kısımda irdelenmektedir. Buradan elde edilecek sonuçlara göre de TCMB'nin kurala göre mi yoksa duruma göre mi politika izlediği rahatlıkla görülecektir. Merkez bankasının öngördüğü hedeflerle gerçekleşen hedefler arasındaki öngörü sapmasının hangi faktörlerce belirlendiği ve ara rejim dönemlerinin bu saptamalara anlamlı bir etkisi olup olmadığı da ayrıca çalışmanın dördüncü bölümünde test edilmektedir.

#### **2.4.1. Parasal Kontrole Dayalı İstikrar Programı**

20. yüzyılın sonları ve 21.yüzyılın ilk on yılı, tarihsel süreçte oluşturulan ulus-devlet kavramının çökmeye başladığı, iktisadi sınırların ve devlet ile toplum arasındaki bağın giderek kopmaya başladığı bir zaman dilimi olmuştur.<sup>264</sup> Günümüzde geliştirilen yeni teknolojiler sayesinde finansal piyasalar somut anlamda sınırlardan kurtulmuştur. Bu yüzden de hükümetlerin sermayeyi kontrol altına alma görevleri gidererek zayıflamıştır. Devletlerin finansal globalizasyon karşısında durarak, bir düzenleyici rolü üstlenerek, müdahalede bulunup sınırlamalar getirmeye çalışmaları ve maliyetleri arttırıcı yönde düzenlemelere gitmeleri o ülkelerden sermayenin kaçısına neden olmakta ve finansal sermayenin yeni finansal ürünlere dönüşmesine yardımcı olmaktadır.<sup>265</sup> Çünkü artık neredeyse tüm devletler kurallarını kendilerinin koymadıkları uluslar arası-hatta Avrupa Birliği gibi örneklerde uluslar üstü- hukuka göre taahhütler üstlenmek durumunda kalmışlardır.<sup>266</sup> Klasik vergi toplayan devlet anlayışı finansal globalizasyonla sona ermiştir. Değişen bu durum

<sup>264</sup> Eric Helleiner “Historicizing Territorial Currencies: Monetary Space And The Nation-State In North America”, **Political Geograph**, No.1, 309-339, t.y, s.309

<sup>265</sup> Nadir Eroğlu, “The Effects of Financial Globalization on Economic Policies”, **International Research Journal of Finance and Economics**, ISSN 1450-2887 Issue 47 (2010),pp.90-95, s.92

<sup>266</sup> DPT, Sekizinci Beş yıllık Kalkınma Planı küreselleşme Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Ankara, 2000, s.55

Ülkelerin vergi sistemini erozyona uğrattığından dolayı“finansal termitler” adı verilmektedir. Finansal termitler olarak ilk akla gelen ürünler şunlardır: elektronik ticaret, elektronik para, transatlantik şirket faaliyetleri, offshore finansal piyasalar, finansal türev ürünleri.<sup>267</sup> zellikle gelişmekte olan Türkiye gibi piyasalar 1990-2000 arası dönemde artan finansal globalizasyonla birlikte döviz kurunun istikrarını sağlamada ve bağımsız para politikası yürütme noktasında oldukęa istikrarsız bir hale gelmişlerdir. Günümüzde gelişmekte olan ülkelerin sabit döviz kuru rejiminden dalgalı kur rejimine, kısmi serbest sermaye hareketlerinden tam sermaye hareketlerine ve bağımsız para politikasından daha az bağımsız para politikasına kaydığı görülmektedir.<sup>268</sup>

1960’dan sonraki dönemde, yüksek enflasyon gelişmekte olan ülkeler için hep önemli bir makroekonomik sorun olagelmiştir. Dışa açık gelişmekte olan bir ülkede yüksek enflasyon borçlanma maliyetlerinin yüksek olması anlamına gelmektedir. Mundell-Fleming modeline göre eğer ülkede sermaye hareketleri tam serbest ise faiz oranları dünya faiz oranlarına eşit olacaktır. şekil 2.3’te bunun nedeni açıkça görülmektedir. Bağımsız para politikası ve serbest sermaye akımları beraberinde esnek döviz kuru rejimini şart koşmaktadır. Ancak bu durumda da özellikle enflasyonun bizzat kendisini hedef alan enflasyon hedeflemesi rejimini (EHR) uygulayan ülkelerde kurun dalgalanma riski oldukęa yüksek olmaktadır. Bu konudaki çalışmaların vurgu yaptığı nokta EHR ‘nin dezavantajları kısmında etraflıca anlatılmaktadır. Bu çalışmalara göre EHR kurlardaki dalgalanmayı arttırmaktadır.<sup>269</sup> Ancak iktisat literatüründeki çalışmalara bakıldığından gelişmiş ve gelişmekte olan ülke uygulamalarında döviz kuru oynaklığının EHR ile arttığını deneysel olarak ispatlayacak bir çalışmanın mevcut olmadığı görülür; aksine azaldığı yönünde sonuçlar mevcuttur.

---

<sup>267</sup> Vito Tanzi, “Globalization and the Work of Fiscal Termites”, **A Quarterly Magazine of The IMF**, , March 2001

<sup>268</sup> Joshua Aizenman, “The İmpossible Trinity (Aka The Policy Trilemma)”, **The Encyclopedia of Financial Globalisation**, May 2010, s.1-6.

<sup>269</sup> Sebastian Edwards, “The Relationship Between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited,” **NBER Working Paper**, No:12163, 2006, s.28.

### Şekil 2.3. Üçlü Açmaz (Impossible Trinity)



Tam sermaye hareketliliği koşulu altında  $r_{iç} = r_{dünya}$  olduğunda nominal faizleri belirleyen tek unsur enflasyon beklentisi olmaktadır. Bu da kararsız bir yapıya neden olmaktadır. Bu durum yerel paranın nominal çapa (dayanak) olarak kullanılmasına engel olmaktadır. Bugüne kadarki istikrar programlarının çok azında yerli para bir çapa olarak kullanılmıştır.<sup>270</sup> Tablo 2.6’da seçilmiş 17 istikrar programından sadece altı tanesi yerel parayı nominal çapa olarak kullanmıştır.

Para arzı, para otoritesinin direk kontrolü altında bulunan ve para politikası araçlarıyla istenilen yönde (artış-azalış) değişikliklere gitmesine imkan tanıyan bir değişkendir. Bundan dolayıdır ki 1980’lerin ilk yarısına kadar birçok devlet tarafından ara hedef olarak kullanılmıştır. Daha sonraları ise para talebindeki oynaklıkların Firedman’ın öngördüğü şekilde merkez bankalarınca öngörülememesi yada tahmin edilmesinin güç olmasından ötürü- istikrarlı olmamasının anlaşılması- bu ara hedef değişkeni terkedilmiştir.<sup>271</sup> Çünkü para arzının bir nominal çapa olarak kullanıldığı (kontrolüne dayanan ) bu istikrar programında, enflasyon kontrol altına alınmış olmasına rağmen, bu politika aynı zamanda ekonomide dalgalanmalara ve ani şoklara da neden olduğu için zamanla bu parasal rejim terk edilmiştir.

Bu politikada önemli olan bir unsur da hangi parasal büyüklük göstergesininin ara hedef olarak seçileceğidir. Mesela M1 (dolaşımdaki para artı vadesiz mevduat) gibi dar bir parasal büyüklük hedefinin yüksek düzeyde dalgalanmalara maruz kalacağı aşikârdır. Nitekim Almanya Merkez Bankası Bundesbank 1975 yılında parasal hedef olarak başlangıçta M1 değişkenini seçmiş, ancak zamanla hedefte ciddi sapmalar

<sup>270</sup> Tablo 2.6’da bu durum görülmektedir.

<sup>271</sup> Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi**, s.19

meydana geldiğini fark ettiğinden kamuoyuna karşı verilen taahhüt nedeniyle bu ara rejim politikası terk edilerek yerine 1988 yılından itibaren M3 gibi daha geniş bir parasal büyüklük hedefine yönelmiştir. Bundesbank ayrıca ara hedefi yıllık değil üçer aylık olarak ilan ederek olası tesadüfi dalgalanmaların önüne geçmeye çalışmıştır.<sup>272</sup> Ancak daha sonra fiyatlar ve para arzı arasındaki ilişkinin düşünüldüğü gibi sabit bir doğrusal ilişkiye sahip olmadığı ve parasal kontrolün etkin olarak sağlanamayacağı ortaya çıktığından Almanya ve Avrupa Para Sistemi<sup>273</sup> parasal hedeflemenin uygun bir strateji olmadığına karar vererek uygulamaya son vermişlerdir.<sup>274</sup>

Para arzı hedeflemesinde, paranın dolaşım hızının istikrarlı olması şok dalgalanmaların ve risklerin eliminasyonu açısından büyük önem arz etmektedir. Zaten miktar teorisi de dolaşım hızının sabit olduğu varsayımı üzerine inşa edilmiştir. Gelişmiş ülkeler geliştirmekte olan ülkelere göre paranın dolaşım hızının istikrarlı olduğu yerlerdir. Gelişmiş Almanya ve İsviçre gibi ülkeler bu politikayı bir ara hedef olarak 20 yıldan uzun bir süre başarı ile kullanmışlardır.<sup>275</sup> İsviçrede 1989-1992 döneminde yüzde 8 olan enflasyon, programdan sonra yüzde 5 seviyesine inmiştir.

1990’lardan sonra yapılan çalışmalarda para tabanı ara hedefi ile fiyatlar arasında yüksek bir korelasyon seviyesi olmadığı ortaya çıktığından<sup>276</sup> merkez bankalarının öngördükleri parasal hedefleri tutturmaları giderek zorlaşmıştır. Kağıt para yerine geçen elektronik paranın yaygınlaşması, alışverişlerde teknolojinin giderek daha çok yer etmesi gibi farklı buluşlar ve yeni uygulama yöntemleri paranın dolaşım hızını oldukça volatil kılmıştır. Dolayısıyla merkez bankaları parasal hedeflemelerde yüksek oranlı sapmalar yaşamaya başlamıştır.

---

<sup>272</sup> Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi**, s.20

<sup>273</sup> 1975 yılından beri İsviçre M1 parasal büyüklüğü üzerinden ara stratejiler belirlemektedir.

<sup>274</sup> Otmar Issing, "The European Central Bank at the Eve of EMU", **Speech in London**, November 26, 1998.

<sup>275</sup> Ben Bernanke and Frederic S Mishkin: "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", **NBER Working Papers**, No.5893, January 1997, s.8

<sup>276</sup> Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi**, s.22

Tablo 2.6’da ülkelerin mali denge durumlarının, parantez içinde belirtilen dönemlerde uyguladıkları döviz kuru çapası ve parasal hedefleme rejimlerine göre karşılaştırmalı olarak, uygulanan programın öncesi ve sonrası dönemlerle beraber toplam beş yıllık bir süreyi kapsayacak şekilde nasıl değişim gösterdiği GSYİH’ya yüzde oranlar şeklinde verilmektedir. Tablodan da görüldüğü gibi parasal tabana dayalı istikrar programı mali dengeyi iyileştirme noktasında döviz kuruna dayalı programa göre daha etkili sonuçlar vermektedir.<sup>277</sup> Tabloda %2 den fazla mali iyileştirme yapan program sayısı, döviz kuruna dayalı program ve parasal tabana dayalı programlar içinde sırasıyla 2/12 ve 4/9 dur.

Ayrıca tabloda Bolivya’da program öncesinde mali dengenin yüzde -18’ler düzeyinden yüzde -3’ler seviyesine indirilebildiği ancak programın ikinci yılında mali dengenin gene kötüleşmeye başladığı ve iki yıl içinde eski düzeyi olan yüzde -18’e tekrar çıktığı görülmektedir. Benzer şekilde, mali dengenin bir anda iyileşmesi ve tekrar kısa sürede kötüleşmeye başlaması Şili, Brezilya ve Peru’da da görülmektedir. Oysa döviz kuru çapası uygulamalarında böylesi bir durum çok net görülmemektedir.

**Tablo 2.6. Döviz Kuru ve Parasal Tabana Dayalı Programlarda Mali Denge(Bütçe Açığı/GSYİH)**

| Dönemler                                                      | t-2   | t-1   | t     | t+1  | t+2  |
|---------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|------|------|
| <b>a) Döviz Kuruna dayalı İstikrar Programında Mali denge</b> |       |       |       |      |      |
| Arjantin (67)                                                 | -2,9  | -3,7  | -1,8  | -1,7 | -1,3 |
| Arjantin(85)                                                  | -9,2  | -7,0  | -0,6  | -0,9 | -3,6 |
| Arjantin(91)                                                  | -2,8  | -1,7  | -0,8  | -0,1 | -0,1 |
| Brezilya (86)                                                 | -5,0  | -5,8  | -2,5  | -6,0 | -4,8 |
| Şili (78)                                                     | 1,2   | 0,0   | 1,4   | 4,6  | 5,4  |
| Ekvador(92)                                                   | 0,6   | -1,0  | -1,7  | -0,4 | -0,2 |
| İsrail(85)                                                    | -8,1  | -18,9 | -2,6  | 1,9  | -1,3 |
| Meksika(87)                                                   | -8,0  | -14,5 | -14,4 | -9,2 | -5,4 |
| peru(85)                                                      | -10,2 | -6,6  | -2,7  | -5,1 | -6,6 |
| Uruguay (68)                                                  | -0,7  | -3,0  | -1,7  | -2,5 | -1,3 |

<sup>277</sup> Aaron Tornell and Andres Velasco, “Fiscal discipline and the choice of a nominal anchor in Stabilization”, **Journal of International Economics**, No.46, 1997, s.21-22



|                                                                 |            |            |          |            |            |
|-----------------------------------------------------------------|------------|------------|----------|------------|------------|
| Uruguay (78)                                                    | -3,0       | -1,4       | -1,5     | 0,3        | 0,1        |
| <b>Dönemler</b>                                                 | <b>t-2</b> | <b>t-1</b> | <b>t</b> | <b>t+1</b> | <b>t+2</b> |
| <b>b) Parasal tabana dayalı İstikrar Programında Mali denge</b> |            |            |          |            |            |
| Bolivya (85)                                                    | -18,0      | -23,6      | -10,9    | -3,0       | -8,2       |
| Brezilya (90)                                                   | -5,0       | -6,9       | 1,2      | 1,4        | -2,1       |
| Şili (75)                                                       | -10,5      | -6,5       | 0,2      | 1,2        | 0,0        |
| Ekvator(83)                                                     | -0,1       | -2,5       | -1,3     | 0,0        | 0,2        |
| Peru(90)                                                        | -7,5       | -7,1       | -4,5     | -1,6       | -1,8       |
| Venezuela(89)                                                   | -4,2       | -8,4       | 1,1      | 0,9        | 0,6        |

(a) Oranlar GSYİH'nın yüzdeleridir

(b) Parantez içleri programın uygulandığı yılı göstermektedir

(c) Planın  $t$  yılından uygulamaya konulduğu varsayılmakta,  $t+1$  plandan sonraki yıl  $t+2$  ise iki yıl sonrasını gösterecek şekilde yerleştirilmiştir.

**Kaynak:** Aaron Tornell and Andres Velasco, "Fiscal Discipline and The Choice of A Nominal Anchor in Stabilization", **Journal of International Economics**, No.46, 1998 ,ss.1-30, 1997, s.21-22

Parasal hedefleme uygulamalarına ve dış finansal liberalizasyona 1989 yılında geçen Türkiye açısından bakacak olursak; enflasyonun yüksek olduğu zamanlarda paralar arasında ikame kolaylığından dolayı yerleşiklerin tasarruflarını yerli para cinsinden yapmadıklarını ve değer saklama aracı olarak yabancı paraları tercih ettiklerini görmekteyiz. Yüksek enflasyonlu bu dönemlerde yerleşiklerin döviz tevdiat hesapları (DTH) artmıştır. Merkez bankası da 1990 yılından itibaren sadece merkez bankası bilançosu ve parasal tabana hedefler koyduğundan, ülkede yabancı para kaynaklı dışsal şoklara çok fazla sayıda rastlanmaktadır. DTH üzerine zorunlu bir karşılık oranı konulmuş olsa bile altın gibi değer saklama aracı olarak elde tutulan ve ekonomik döngüye dahil olamayan yabancı para oranının yüksek olması da merkez bankası kontrolünde olmayan parasal şokların yaşanmasını kolaylaştırmıştır. Hele de döviz ülkede mübadele aracı olarak kullanılmaya başlamışsa, artık merkez bankasının istikrar üzerinde kontrol gücünü elde tutması iyice zorlaşmaktadır.

Para arzı çapasına dayanan istikrar politikasında, para arzı azaltılarak enflasyonun düşmesi ve akabinde de ters para ikamesi yoluyla yerli para oranının toplam mevduatlar içindeki oranının yükseltilmesi beklenmektedir. Bu yolla yerli para talebinin artması yabancı paralar karşısında yerli paranın değerlenmesi ve senyoraj

kaybının önlenmesi sağlanmış olacaktır.<sup>278</sup> Ancak paralar arasındaki ikame esnekliği ne kadar yüksekse uygulanan bu politikalar neticesinde yerli paranın dış değerinde meydana gelecek aşırı değerlenmenin ekonomi üzerindeki daraltıcı etkisi <sup>279</sup>de o oranda büyük ve çabuk olacaktır. Bu yüzden de hasıla kayıplarına göz yummak istemeyen hükümet ve merkez bankası nominal para arzını arttırmak zorunda kalacaktır. Böylesi bir programı sürdürmenin başlıca zorlukları kısaca şunlardır: <sup>280</sup>

- Para talebi esnekliğinin net olarak hesaplanamaması ve bilinmemesi
- İkame esnekliğinin ölçülemiyor olması
- Şoklara açık bir politika olması

Tüm istikrar politikalarında olduğu gibi parasal büyüklük hedeflemesinde de hedeflenen enflasyon oranı etrafında fiyatların istikrara kavuşması ve bu seviyelerde devamlılık arzetmesidir. Para arzı gelecek enflasyon oranını belirlemede tek tahmin edici değişken olarak ele alınırsa, para politikası araçları bir dönem gecikmeli olarak parasallaşma olgusuna etki ederek iki dönem sonra fiyat seviyesini etkileyebilmektedir. Şematik olarak da gösterilebilir:

$$i_t \rightarrow m_{t+1} \rightarrow \pi_{t+2}$$

Parasal büyüme  $m_t - m_{t-1}$  ile gösterilirse ( $m_t$  değeri geniş tanımlı M2 para arzının logaritmik değeridir.),  $\hat{m}_t - \hat{m}_{t-1}$  ifadesi de hedeflenen parasal büyümenin seviyesini gösterecektir. Bu durumda merkez bankası kayıp fonksiyonu aşağıdaki gibi yazılacaktır:

$$L_t = \frac{1}{2}(m_t - m_{t-1} - \hat{m}_t + \hat{m}_{t-1})^2 \quad (2.32)$$

Merkez bankası bu değeri minimum kılmak istemektedir. Matematiksel bir anlatımla ifade edecek olursak parasal büyüme hedefi, mümkün olan tüm bilgileri ve para

<sup>278</sup> Ünal Çağlar, **Döviz Kurları Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar**, Alfa Yayınları, 2003, s.156

<sup>279</sup> Bireylerin nominal sabit paraya rağmen reel ankes taleplerini arttırması hasılda düşme ile neticelenecektir

<sup>280</sup> Çağlar, a.g.e.

politikası araçlarını kullanarak,  $m_t - m_{t-1}$  değerini cari parasal büyüme,  $\hat{m}_t - \hat{m}_{t-1}$ , seviyesine yaklaştırmak olarak yorumlanabilmektedir.<sup>281</sup>

Para arzı konusunda klasik iktisatçılar, keynesyen iktisatçılardan farklı düşünmektedirler. Parasalcı iktisatçılara göre para aynen fabrikada kullanılan makine parkı yada girişimci kişi gibi üretimin bir parçasıdır. Dolayısıyla para Klasik iktisatçıların iddia ettikleri gibi sadece bir örtü (peçe) değildir. Yanlıdır. Yanlı olması reel değişkenleri etkilemesi anlamına gelmektedir. Bu yüzden de merkez bankası, ya da ülkede para politikasının yönetimini elinde bulunduran kurum, para arzını yıllık hâsıla artışından ne az ne de fazla tutmamalıdır. Çünkü Friedman'a göre para arzındaki değişimler direkt olarak fiyatları etkilemektedir. Bu yüzden de para herhangi bir mal gibi talep edilen bir eşyadır ve dolayısıyla da paranın talebi miktar teorisi gibi çalışmaktadır.<sup>282</sup> Benzer şekilde monetarist iktisatçılara göre para politikasının reel etkilerinin olmadığı açıktır. Keynezyenler ise para arzı değişimlerinin reel etkilerine dikkat çekmektedirler.<sup>283</sup> Keynes'e göre para arzındaki (M) değişimin çıktı (Y) ve reel faizlere (r) olan etkisi M'deki değişimin hangi yolla olduğuna bağlıdır.<sup>284</sup>

Parasal hedeflemenin avantajları olarak öne çıkan unsurlar, seçilen parasal büyüklüğün istikrar politikaları için bir çapa rolü görmesi ve döviz kurunun serbest bırakılıp sadece faiz oranlarının denetlenmesine imkan tanınmasıdır. Bu hedefleme politikasının dezavantajları olarak da; ikame olgusunun devreye girmesi ile, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, merkez bankasının hedeflenen para arzı üzerinde tam bir kontrol kuramaması, hedeflenen parasal büyüklük ile hedeflenen enflasyon arasında tam bir tutarlılığın oluşmaması, repo, ters repo ve para benzeri yatırım fonlarının devreye girmesinden dolayı M1, M2, M3 gibi parasal büyüklüklerin ekonomideki

---

<sup>281</sup> Svensson, **Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule**, .23

<sup>282</sup> Friedman, **Studies in the Quantity Theory of Money**, University of Chicago Press, 1956, s.4

<sup>283</sup> Eroğlu, **İktisatta Rasyonalite ve Para Politikası**, s.50

<sup>284</sup> John Maynard Keynes, **Genel Teori, İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi**, Çev. Uğur Selçuk Akalın Kalkedon Yayınları, , İstanbul, 2008.

gerçek değerlerinin tam olarak tespit edilip ortaya çıkarılmasının güçleşmesi gösterilebilir.<sup>285</sup>

Tablo 2.7’de para stokuna (arzına) dayalı istikrar programlarından büyük ölçekli olanları yer almaktadır. Dikkat edildiğinde para arzı politikasının bir ara rejim politikası olarak farklı döviz kuru rejimleri ile birlikte kullanıldığı görülmektedir. Parasal hedefleri kontrol ederek fiyatlarda istikrar yakalama çabası 1970’lerin sonunda uygulamaya konulmuş ve üç-dört haneli enflasyon rakamlarını 2-3 yıl gibi kısa srelerde ikili ve hatta tekli hanelere indirmeyi başarmıştır. Ancak elde edilen düşük enflasyon oranlarını sürdürmek diğer makroekonomik değişkenler de göz önünde bulundurulduğundan kolay olmamıştır. Tabloya bakıldığında parasal kontrollerin kurala göre yada duruma göre uygulandığı ortaya çıkmaktadır. Finansal varlıkların dondurulması, likiditenin sert bir şekilde düşürülmesi ve toplam para stokunun kontrolü gibi ara hedeflerin hepsi merkez bankaları tarafından denenmiştir.

---

<sup>285</sup> Parasız, **Para Politikası**, s.101-102

**Tablo 2.7. Para Stokuna Dayalı İstikrar Programları**

| <b>Program</b>  | <b>Başlama ve Bitiş Tarihleri</b> | <b>Para politikası/Döviz kuru politikası</b>                                                                 | <b>Program Öncesi Enflasyon Oranı</b> | <b>Program İçinde En Düşük Enflasyon Oranı</b> | <b>Düşük Enf. Gerçekleştiği Tar.</b> |
|-----------------|-----------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------|------------------------------------------------|--------------------------------------|
| Şili 1975       | Nis.1975-Ara.1977                 | Mihenk noktası toplam parayı kontroldür. Döviz kuru geçmiş dönem enflasyonuna göre ayarlanır                 | 394,3                                 | 63,4                                           | Ara.77                               |
| Arjantin Bonex  | Ara. 1989-Şub.1991                | İç borçların yeniden yapılandırılması yolu ile likiditede keskin bir azalmaya gidildi. Dalgali kur sistemi   | 4923,5                                | 287,3                                          | Şub.91                               |
| Brezilya Collor | Mar.1990-Oca.1991                 | Finansal varlıkların % 70'i donduruldu. Sıkı para politikası. Döviz kurunun pasif rolü var.                  | 5745,4                                | 1119,5                                         | Haz.91                               |
| Dominik C. 1990 | Ağu.1990-devam                    | Ağu.1990-Ara.1991:Döviz kontrolü/kara borsa. Haz.1991-tem1991:İkili döviz kuru rejimi. Tem. 1991:Dalgali kur | 60                                    | 2,5                                            | Kas.93                               |
| Peru 1990       | Ağu.1990-devam                    | Toplam Para Stoku kontrolü; Kirli dalgalanmalı döviz kuru                                                    | 12377,8                               | 10,2                                           | Eyl.95                               |

**Kaynak:** Guillermo A. Calvo and Carlos A.Vegh, “Inflation Stabilization And BOP Crises in Developing Countries”, **National Bureau of Economics Research**, February 1999, s.79 ve Miguel A. Kiguel And Nissan Liviatan, “ The Business Cycle Associated with Exchange Rate-Based Stabilization”, Worldbank, **Working Papers**, No.WPS513, October 1990, s.38

Enflasyonu programın başında yavaşlatmada ve kontrol altına almada döviz kuru rejimi parasal tabana dayalı rejime göre daha avantajlıdır. Çünkü enflasyonla ilgili kafa karışıklığına mahal vermeyecek ve kamuoyu tarafından kolayca izlenebilecek basit bir enstrüman olarak döviz kuru, ataması yapılır. Benzer durum parasal hedeflemede mümkün görünmemektedir. Ekonomide ücretler, kira gelirleri ya da benzeri iktisadi faaliyetler enflasyon oranlarına endekslenmişse, İsrail 1985 örneğinde olduğu gibi, o zaman para arzı politikası dezenflasyonist süreçte problemler çıkarabilir. Para arzına dayalı rejimlerde parasal şoklar bu endekslemeler yoluyla çabucak fiyat şoklarına dönüşebilmektedir. Bu fiyat şokları da fiyat istikrarına olan güveni kolayca yıkabilmektedir.<sup>286</sup>

Sonuç olarak; Para stokunun para otoritesi için bir ara hedef (nominal çapa) olarak belirlenmesi zaman içinde meydana gelen dışsal faktörler, ülke içinde açılan döviz tevdiat hesapları, merkez bankasının para üzerindeki kontrolünü tam sağlayamaması ve para talebinin öngörüldüğü gibi istikrarlı olmaması gibi nedenlerden dolayı ara hedef ile nihai hedef arasındaki ilişki zayıflatmıştır.<sup>287</sup> Finansal yeniliklerle birlikte enflasyonu en fazla etkileyen parasal büyüklüğün ne olduğunun belirsiz hale gelmesi, yeni finansal yatırım araçlarından olan repo ve yatırım fonlarının birer parasal büyüklük olup olmadıklarının net olamaması ve son olarak da yılın başına göre yıl sonunda bir parasal büyüklüğün yüzde x kadar artacağını öngörmenin bir çok kimse için bir anlam ifade etmeyişi, zira iktisadi ajanların enflasyon beklentilerini bir hedefe göre oluşturmaları beklenirdi, gibi nedenlerden dolayı para arzına dayanan para politikası rejiminden vazgeçilip yerine 1990’larda yaygınlık kazanmaya başlayan enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamaya konulmuştur.<sup>288</sup>

#### **2.4.1.1. Türkiye’de Parasal Programlama**

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın tarihi eski olmasına rağmen planlı bir şekilde parasal büyüklük hedeflerinin koyulduğu, finansal ve fiyat istikrarının ciddi anlamda amaç seçildiği dönem olarak 1989 sonrası zaman dilimi gösterilmektedir.

<sup>286</sup> Kiguel ve Liviatan, **a.g.e.**, s.35-36

<sup>287</sup> Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi**, s.7

<sup>288</sup> Fatih Özatay, “Nasıl Oluyor da Oluyor? Para Politikası (2)”, **Dünya Gazetesi**, 4 Mayıs 2011

Buna rağmen 1989 öncesinde de kamuoyuna duyurulmamasına rağmen merkez bankası 1986-1989 arası dönemde parasal programlar yapmıştır.

Bu açıdan bakıldığında Türkiye’de parasal programlamaların geçmişi 1985 yılına dayanır. Kamuoyuna duyurulmadan <sup>289</sup> 1986-1989 arası dönemde merkez bankası parasal programlamayı kendi içinde yapmıştır. Tablo 2.8’de 1986-1989 arası dönemde hükümetin koyduğu büyüme, enflasyon ve para arzı (M2) hedeflerinin gerçekleşme durumları gösterilmektedir. Hedeflenen ara değişkenlerin alacağı maksimum değerlerin gösterildiği tabloya göre, kamuoyuna duyurulmamasına rağmen 1986 yılına ait hedefler büyük ölçüde başarılmış, 1987 yılında enflasyon oranında bir ciddi sapma meydana gelmiş ama diğer değişkenler hedeflerle uyumlu çıkmıştır.<sup>290</sup> 1987’de, enflasyonun hedeflenen orandan iki kat fazla gerçekleştiği, geniş para arzı M2’nin ise daha az oranda sapma gösterdiği tablodan görülmektedir.

**Tablo 2.8. 1986-1989 Dönemi Hedef ve Gerçekleşmeler**

|                            | 1986  |             | 1987  |             | 1988        | 1989        |
|----------------------------|-------|-------------|-------|-------------|-------------|-------------|
|                            | Hedef | Gerçekleşme | Hedef | Gerçekleşme | Gerçekleşme | Gerçekleşme |
| <b>Büyüme (%)</b>          | 5.0   | 8.1         | 5.0   | 7.4         | 4.1         | 1.8         |
| <b>Enflasyon Oranı (%)</b> | 25.0  | 25.8        | 25.0  | 51.7        | 68.0        | 70.0        |
| <b>M2 Artış Oranı (%)</b>  | 35.0  | 40.0        | 30.0  | 36.0        | 47.6        | 83.0        |

**Kaynak:** Oğuz Yıldırım, “ Monetary Programming in Turkey After 1990s”, **Sosyal Bilimler Dergisi**, Yıl, ss.,135-140, s.136

Programdaki büyüme hedefleri dışında genel anlamda program başarılı olamamıştır. 1988 döneminde açıklanmamış olsa da merkez bankasının hedefi para arzını kontrole dayalı bir istikrar politikasıdır. 1989 yılında merkez bankası tarafından halka duyurulmayan, kendi içinde hazırlanan para programının hedefi TCMB’nin yurtiçi yükümlülüklerinin artış oranının kontrol edilmesi ve finansal sisteme olası zararlı etkilerin bu yolla durdurulmasıydı.<sup>291</sup>

<sup>289</sup> Özatay, **Parasal İktisat Kuram ve Politika**, s.365

<sup>290</sup> Yıldırım, **Monetary Programming in Turkey After 1990s**, s.136

<sup>291</sup> A.e.

Hazine ile merkez bankasının 1989 yılında yaptıkları ve hazineye verilen avanslarda kısıtlamaya gidilmesini öngören anlaşmadan hemen sonra; iç ve dış finansal liberalizasyonların da 1989 yılında bitirilmesi ile TCMB 16 Ocak 1990 tarihinde ilk parasal hedefleme programını kamuoyuna açıklamıştır. Program merkez bankası bilançosuna hedefler koymaya dayanıyordu. Programın orta vadede üç amacı vardı: Birincisi, yurtiçi kredi genişlemesini kontrol altında tutarak bilançonun büyümesini frenlemek. İkincisi, merkez bankası döviz yükümlülüğünü aşağı çekerek, toplam yükümlülükler içindeki merkez bankası parasının oranını arttırmak. Üçüncü amaç da merkez bankasının döviz riski pozisyonunu yukarıya çekmek için bankanın döviz varlığını (Net Uluslar arası Rezervler-NUR) arttırmaktı. Bu bağlamda merkez bankası, 1990 büyüme oranını dikkate alacak şekilde, parasal büyüklüklerin artış oranlarına hedefler koyarak fiyatları kontrol altında tutmaya çalışmıştır (Tablo 2.9). Merkez bankası bilançosu için artış hedefi yüzde 12-22; TCMB'nin toplam iç varlıkları için artış hedefi yüzde 6-16; yurtiçi yükümlülüklerin büyüme oranları için hedef yüzde 15-25 ve merkez bankası parası büyüme oranı için hedef yüzde 38-48 olarak belirlenmiştir.<sup>292</sup> Tablodan da görüldüğü gibi bu hedefler yüzde 90 oranında tutturulmuştur. Daha sonraki yıl Körfez Savaşı'nın etkisi ile program açıklanamamış; 1992 yılında açıklanan program ise istenilen başarıyı yakalayamamıştır. 1992 yılında bütün hedeflenen büyüklükler yüzde 100 sapma ile gerçekleşmiştir. Bu başarısızlığın olası iki sebebinden birincisi kamu açıklarının baskısı; ikincisi de hazinenin programın daha altıncı ayında kısa vadeli avans üst sınırını aşmasıdır.<sup>293</sup> 1993 yılında kamuoyuna duyurulmadan merkez bankası kendi içinde yine MB bilançosuna, toplam yurtiçi yükümlülük ve varlıklara ve merkez bankası parasına hedefler koymuştur.

1990-1993 arasındaki parasal programlarda birinci öncelik finansal istikrara verilmiş ve bilançonun kontrol altında artması hedeflenmiştir. 1994'den sonra finansal istikrar ile beraber fiyat istikrarının da nihai amaç oluşu Tablo 2.9'dan görülmektedir. 1995 yılından sonra da merkez bankasının üç nihai amaç için parasal programlama

<sup>292</sup> Hasan Ersel Lerzan İskenderoğlu, "Monetary Programming in Turkey", **TCMB Tartışma Tebliği**, No.9006, 1990, s.2-14

<sup>293</sup> Oğuz Yıldırım, "Türkiye'de Parasal Programlama ve Enflasyon Hedeflemesi", Basılmamış Eser, t.y. ,s.7



yaptığını görmekteyiz: Finansal istikrar, fiyat istikrarı ve rekabet edebilirlik. Bu nihai amaçlara ulaşmak için 1990-1993 döneminde yukarıda sayılan ara hedefleri kullanan merkez bankası, 1994-1999 arasındaki dönemde ara değişkenleri net uluslar arası rezervler, net yurtiçi yükümlülük ve varlıklar, rezerv para, döviz kuru sepeti ve bankacılık sektörü yabancı mevduat toplamı olarak değiştirmiştir.

İlk yıllardaki başarılı uygulamaların zaman içinde kamu maliyesinden gelen baskılar ve artan yurtiçi ve yurtdışı borç yükü sayesinde hedeften saptığını görmekteyiz. TCMB, 1994 krizinden sonra 1995'in ikinci yarısından itibaren 1998 yılı başına kadar parasal programını duyurmamayı tercih etmiştir. Kurala göre para politikası yürütmeye başlayan TCMB bununla beraber, duruma göre müdahale etme seçeneğini de kullanarak fiyat istikrarı ve finansal istikrar temel amaçları doğrultusunda piyasalara müdahalede bulunmuştur.

Türkiye, 1996 yılına 1995 yılı sonunda yapılan erken seçimin yarattığı siyasi belirsizlik, IMF ile yapılan Stand-by anlaşmasının sona ermesinin yarattığı kırılganlık ve Gümrük Birliğine girilmesinin mali piyasalarda ortaya çıkardığı belirsizlik ile girmiştir. Bu koşullar altında merkez bankası hem enflasyonu düşürmek amaçlı hem de mali piyasalarda var olan belirsizliği giderici bir para politikası uygulamayı tercih etmiştir. Uygulamaya sokulan para politikasının temel ilkeleri daha önceki yıllarla aynıdır. Para Programı, Merkez Bankası iç varlık artışının sınırlandırılmasını ve dış varlık artışı kadar Türk lirası yükümlülüğünün yaratılmasını öngörmüştür. Döviz piyasalarına yapılan müdahalelerden dolayı net iç varlıklar kalemi geçmiş yıllara göre azalış göstermiş, bu da para programının diğer değişkeni olan net dış varlıklar kaleminin yüksek oranda artmasına yol açmıştır. Enflasyondaki ılımlı seyirden dolayı da merkez bankası yıl boyunca para talebindeki artışı rezerv artışı ile paralel sürdürmüştür. Rezerv para artışının önemli bir kısmı da dış varlıklardaki artıştan ileri gelmiştir. Bu dönemde merkez bankası rezerv para üzerine hedef koyduğu için aynı zamanda bir faiz hedefinin olması düşünülemezdi. Ancak zaten en büyük fon talep edici iktisadi kesim kamunun kendisi olduğu için,

reel faiz oranlarını da yine kendisi bu sayede dolaylı yoldan belirliyordu denilebilir.<sup>294</sup>

Merkez bankasının 1997 yılında temel hedefi 1996 yılından farklı olmamıştır. 1996 yılında olduğu gibi özellikle mali piyasalarda istikrar sağlamak birincil hedefi doğrultusunda para politikasını şekillendirmiştir.<sup>295</sup> Bu bağlamda 1996-1997 döneminde TCMB finansal istikrarı fiyat istikrarından daha fazla önemsemiş ve para politikasını bu yönde kullanmıştır. Bu dönemde döviz kurları beklenen enflasyona göre şekillenmiş, sürdürülebilir cari açık ve dünya ile rekabet edebilirlik yine TCMB politikaları ile gerçekleştirilmeye çalışılmıştır. 1989-93 dönemindeki 6 milyar USD rezervine karşılık TCMB'nin rezervleri 1997 sonunda 21 milyar USD'ye ulaşmıştır.<sup>296</sup>

1998 yılında tekrar parasal programını duyuran merkez bankası, fiyat istikrarı ve finansal istikrarı hedeflemiş olsa da temelde 1998 para programı finansal programlama mantığına dayanmaktadır. Merkez bankası rezerv parasına hedefler koymuştur. Bütçe büyüklüğü ve ödemeler dengesi pozisyonu merkez bankasının 1998 yılı para programında belirleyici unsurlar olmuşlardır. Para programı sayesinde enflasyonun yılın ilk yarısında yüzde 70 düzeyine indirilmesi hedeflenmiştir. Para politikası hedefleri bu beklenen enflasyon hedefi doğrultusunda oluşturulmuştur. Ayrıca iç varlık artışı sınırlandırılarak, para yaratılması dış varlık artışına bağlanmıştır.<sup>297</sup> 1998 yılının sonunda meydana gelen gerçekleştirmeler, tüm hedeflenen değer ve oranların altında olmuştur. Rezerv para artış oranına mart ve haziran dönemlerinde sırasıyla yüzde 18-20 ve 14-16 hedefleri konmasına rağmen gerçekleştirmeler yüzde 17.3 ve 13.1 olmuştur.

1998 yılında IMF ile imzalanan gözetim anlaşması ile net yurtiçi varlıklara bir tavan hedefi konulmuştur. Bununla beraber faizlerde görülen düşme sayesinde ekonomide iyileşme sinyalleri görülmüştür. Ancak, 1998 Rusya krizi, maaş zamları, vergiler

---

<sup>294</sup> TCMB, Yıllık Rapor 1996

<sup>295</sup> TCMB, Yıllık Rapor 1997

<sup>296</sup> Olcay Yücel Emir, Almıla Karasoy ve Kürşat Kunter, “ Monetary Policy Reaction Function in Turkey”, **TCMB Tartışma Tebliği**, 2000, s.6-9

<sup>297</sup> Erçel, **1998 Yılı Para Politikası Uygulaması: Basın Toplantısı**, Ankara, 8 Ocak 1998.

üzerindeki belirsizlik ve erken genel seçimler bir anda bu trendi negatife çevirmiştir. Bu yüzden de yılın sonuna doğru gevşek bir para politikası uygulaması olmasına rağmen, net yurtiçi varlıklar hedefi daha yüksek bir değere çıkarılmıştır. Yılın sonuna doğru yükselen reel faizler bütçenin faiz servisi yükünü ağırlaştırmış ve bu durum 1999 yılının borç dinamiğini bozarak ekonominin durgunluğa girmesine yol açmıştır.<sup>298</sup>

Rusya krizi asıl yıkıcı etkisini 1999 yılında göstermiş; ekonomi yüzde 6 daralmıştır. Yılsonunda net iç varlıklar tutturulmuş olsa da faiz ödemeleri kamu kesimi kaynaklı fiyat enflasyonunu kontrolden çıkarmıştır. Rusya krizinin kötü sonuçlarını telafi etmek için fiyatlara istikrar kazandırmak ve en önemlisi artan borç yükünü azaltmak için 1999 yılında IMF ile Stand-by anlaşması imzalanmış ve enflasyonu düşürme programı için sabit döviz kuru (1 dolar+0.77Euro sepeti) rejimi çapa olarak atanmıştır. Döviz kurunun değeri günlük olarak merkez bankası tarafından belirlenerek anons edilecekti. Bu program sayesinde 12 aylık bir süre zarfında (Ocak 2000-Aralık 2000) TEFE enflasyonunun yüzde 20 kadar artması öngörülürken; kurdaki aylık devalüasyon oranlarının toplamda yüzde 20'ye denk gelecek şekilde ayarlanması kararlaştırılmıştı. Böylece 2000 yılında hedeflenen bu TEFE enflasyon oranıyla paralellik arzedecek şekilde yeni bir para programı uygulamaya koyulmuştur.<sup>299</sup>

2000 yılı için hazırlanan parasal program, Aralık 1999'da IMF'ye sunulan Niyet Mektubu ile somutlaşan "Enflasyonu Düşürme Programı" olarak Aralık 1999 yılında TCMB tarafından kamuoyuna duyurulmuştur. Üç yıllık bir evreyi kapsayan programın temel amacı enflasyonu kontrol altına almaktır. Bu dönem boyunca para programı, döviz kuru ve maliye politikaları bir plan dâhilinde performans kriterleri olarak tespit edilmiş ve belirlenen stratejik hedefler bir takvim dahilinde başarılmaya çalışılmıştır. Programın diğer ayağı da yapısal reformlar ile

---

<sup>298</sup> Emir, Karasoy ve Kunter, **a.g.e.**, s.9

<sup>299</sup> Gazi Erçel, "Disinflation Program for the Year 2000: Implementation of Exchange Rate and Monetary Policy", **TCMB**, 1999.

desteklenmiştir.<sup>300</sup> “Enflasyonu düşürme programı” olarak bilinen programın ayrıntıları tezin ilgili kısımlarında anlatılacağı için dolayı programın ana dört hedefini aktarmakla yetinelim.<sup>301</sup>

- Enflasyonu 2000 yılında yüzde 25’e; 2001 ve 2002 yıllarında ise sırasıyla yüzde 12 ve 7’ye indirmek
- Reel faizleri makul (plausible) seviyelere indirmek
- Ekonominin potansiyel büyümesini arttırmak
- Kaynakların etkin ve adaletli dağılımını sağlamak

Toparlayacak olursak; 1989-1993 dönemi boyunca merkez bankası sterilizasyona gitmemiş, hazineye verilen kısa vadeli avansları arttırmış ancak bankacılık sektörüne verilen kredilerin genişlemesine ses çıkarmamıştır. 1995-1999 döneminde ise sterilizasyon yoluyla piyasalara müdahalede bulunmuş ve ülkeye giren kısa vadeli sermayeyi piyasadan çekmiştir. Bunun sonucunda cari işlemler dengesi sağlamlaşmış, dışsal şoklarla baş edecek kadar döviz rezervi stoklanmıştır. Ancak bütçenin faiz yükü ağırlaşmış ve iç borç dinamiği sürdürülemez bir hal almıştır. Bu iki dönem arasındaki temel fark, 1994 krizinin de gösterdiği gibi sürdürülemez mali bir yapı karşısında, piyasadan döviz çekilmemesinin bir politika seçeneği olmadığı gerçeğinin anlaşılabilmesidir.<sup>302</sup> Zaten ekonometrik çalışmalar da sterilizasyon politikasının sabit kur rejimlerinde ancak kısa dönemli bir para politikası aracı olarak başarılı sonuçlar verdiğini ortaya koymaktadır.<sup>303</sup>

---

<sup>300</sup> Erinç Yeldan, “Birinci Yılında 2000-Enflasyonu Düşürme Programının Değerlendirilmesi”, **Mülkiye Dergisi**, Cilt: XXV, Sayı: 226, Ocak-Şubat 2001, ss.157-174, s.158

<sup>301</sup> Erçel, **Disinflation Program for the Year 2000: Implementation of Exchange Rate and Monetary Policy**, 1999.

<sup>302</sup> Emir, Karasoy ve Kunter, **a.g.e**, s.9

<sup>303</sup> Maurice Obstfeld, “Can We Sterilize? Theory and Evidence”, **NBER Working Paper**, No.833, 1982, s.1

**Tablo 2.9. Parasal Programlar**

| Yıl  | Peryot       | Hedeflenen Değişken            | Hedef       | Hedef Orta Değer | Gerçekleşme | Sapma (%) | Nihai Amaç                                                         |
|------|--------------|--------------------------------|-------------|------------------|-------------|-----------|--------------------------------------------------------------------|
| 1990 | Yılsonu (%)  | MB Bilançosu                   | 12-22       | 17,00            | 24,1        | -41,76    | Bilançoynu kontrol altına alma ve finansal istikrar                |
|      |              | Toplam Yurtiçi Yükümlülükler   | 15-25       | 20,00            | 21,6        | -8,00     |                                                                    |
|      |              | Toplam Yurtiçi Varlıklar       | 6-16        | 11,00            | 11,9        | -8,18     |                                                                    |
|      |              | MB Parası                      | 35-45       | 40,00            | 26,6        | 33,50     |                                                                    |
| 1991 | Yılsonu (%)  | MB Bilançosu                   | Duyurulmadı |                  | 58,9        |           | Finansal istikrar                                                  |
|      |              | Toplam Yurtiçi Yükümlülükler   |             |                  | 66,6        |           |                                                                    |
|      |              | Toplam Yurtiçi Varlıklar       |             |                  | 64,3        |           |                                                                    |
|      |              | MB Parası                      |             |                  | 62,6        |           |                                                                    |
| 1992 | YılSonu (%)  | MB Bilançosu                   | 37-47       | 42,00            | 85          | -102,38   | Finansal istikrar                                                  |
|      |              | Toplam Yurtiçi Yükümlülükler   | 38-48       | 43,00            | 101         | -134,88   |                                                                    |
|      |              | Toplam Yurtiçi Varlıklar       | 27-39       | 33,00            | 75          | -127,27   |                                                                    |
|      |              | MB Parası                      | 40-50       | 45,00            | 100         | -122,22   |                                                                    |
| 1993 | Yılsonu (%)  | MB Bilançosu                   | Duyurulmadı |                  | 60          |           | Finansal istikrar                                                  |
|      |              | Toplam Yurtiçi Yükümlülükler   |             |                  | 49          |           |                                                                    |
|      |              | Toplam Yurtiçi Varlıklar       |             |                  | 55          |           |                                                                    |
|      |              | MB Parası                      |             |                  | 46          |           |                                                                    |
| 1994 | Yılsonu (%)  | Net uluslar arası. Rezervler * | Duyurulmadı |                  |             |           | Fiyat istikrarıyla beraber finansal istikrar                       |
|      | Haz.         | Net yurtiçi varlıklar*         | 306 trl     |                  | 271         |           |                                                                    |
|      | Eyl.         | Net yurtiçi varlıklar          | 296 trl     | 306,00           | 260         | 11,44     |                                                                    |
|      | Ara.         | Net yurtiçi varlıklar          | 293 trl     | 296,00           | 272         | 12,16     |                                                                    |
|      | Çeyrek Dönem | Döviz kuru sepeti              | Duyurulmadı | 293,00           |             | 7,17      |                                                                    |
| 1995 | Mar.         | Net yurtiçi Varlıklar          | 342 trl     |                  | 260         |           | Finansal istikrar ve rekabet edebilirlikle beraber fiyat istikrarı |
|      | Haz.         | Net yurtiçi Varlıklar          | 367 trl     |                  | 269         |           |                                                                    |
|      | Eyl.         | Net yurtiçi Varlıklar          | 334 trl     | 342,00           | 217         | 23,98     |                                                                    |
|      | Ara.         | Net yurtiçi Varlıklar          | 366 trl     | 367,00           | 393         | 26,70     |                                                                    |
|      | Dönem-Sonu   | Toplam yabancı mevduat         | Duyurulmadı | 334,00           | 102.6       | 35,03     |                                                                    |
|      | Çeyrek       | Döviz kuru sepeti              |             | 366,00           |             | -7,38     |                                                                    |

|             | Dönem        |                        |             |        |        |        |                                                                    |
|-------------|--------------|------------------------|-------------|--------|--------|--------|--------------------------------------------------------------------|
| <b>1996</b> | Yılsonu (%)  | Net yabancı varlıklar  | Duyurulmadı |        | 632.2  |        | Fiyat istikrarı ve rekabet edebilirlikle beraber finansal istikrar |
|             |              | Net yurtiçi Varlıklar  |             |        | 331.7  |        |                                                                    |
|             |              | Rezerv para*           |             |        | 610.4  |        |                                                                    |
|             |              | Toplam yabancı mevduat |             |        | 353.4  |        |                                                                    |
| <b>1997</b> | Yılsonu (%)  | Net yabancı varlıklar  | Duyurulmadı |        | 1791.1 |        | Fiyat istikrarı ve rekabet edebilirlikle beraber finansal istikrar |
|             |              | Net yurtiçi Varlıklar  |             |        | 142    |        |                                                                    |
|             |              | Rezerv para            |             |        | 1129.6 |        |                                                                    |
|             |              | Toplam yabancı mevduat |             |        | 903.5  |        |                                                                    |
| <b>1998</b> | Mar.         | Rezerv para            | 18-20       | 17,30  | 17.3   | -9,83  | Fiyat istikrarı ve rekabet edebilirlikle beraber finansal istikrar |
|             | Haz.         | Rezerv para            | 14-16       | 13,10  | 13.1   | -14,50 |                                                                    |
|             | Ara.         | Net yurtiçi Varlıklar  | 699 tril    | 579,40 | 579.4  | -20,64 |                                                                    |
|             | Çeyrek dönem | Rezerv para            | Duyurulmadı |        | 3333.2 |        |                                                                    |
|             |              | Net yabancı varlıklar  |             |        | 2906.1 |        |                                                                    |
|             |              | Net yurtiçi Varlıklar  |             |        | 427.2  |        |                                                                    |
|             |              | Toplam yabancı mevduat |             |        | 1380   |        |                                                                    |
|             |              |                        |             |        |        |        |                                                                    |
| <b>1999</b> | Nis.         | Net yurtiçi Varlıklar  | 890 tril    |        | 369.1  | 58,53  | Fiyat istikrarı ve rekabet edebilirlikle beraber finansal istikrar |
|             | Haz.         | Net yurtiçi Varlıklar  | 999 tril    |        | 899.3  | 9,98   |                                                                    |
|             | Çeyrek dönem | Rezerv para            | Duyurulmadı |        | 4482.7 |        |                                                                    |
|             |              | Net yabancı varlıklar  |             |        | 5710.4 |        |                                                                    |
|             |              |                        |             |        |        |        |                                                                    |

\*:Net uluslar arası rezervler= yabancı varlıklar-uluslar arası rezerv yükümlülükleri;Net yurtiçi varlıklar=rezerv para-net yabancı varlıklar; Rezerv para=zorunlu karşılıklar+serbest rezervler+bankacılık sektörü yabancı mevduatları+emisyon.

**Kaynak:** ‘Hedef orta değer’ ve ‘başarı (%)’ yazarın kendi hesaplamalarıdır; diğer veriler Olcay Yücel Emir, Almıla Karasoy ve Kürşat Kunter, “Monetary Policy Reaction Function in Turkey”, **TCMB Tartışma Tebliği**, October 2000, s.10’ dan alınmıştır.

#### 2.4.2. Döviz Kuru Hedeflemesi

Fiyat istikrarının sağlanması açısından parasal hedeflemelerin konulması temel para programlarının mihenk taşıını oluştursa da ekonomik bireyler açısından parasal hedeflerin takibi, izlenmesi ve şeffaflığı zor olduğundan zaman içerisinde döviz kuru gibi daha anlaşılır ara hedefler ikame edilmeye başlanmıştır.<sup>304</sup> Fiyat istikrarını sağlamak için döviz kurunun nominal çapa olarak kullanıldığı politika türü, bir ülkenin döviz kurunu enflasyon oranı düşük bir ülkenin yada ülkelerin paralarından oluşan bir sepete bağlamasını ifade etmektedir. Amaç düşük enflasyonu yerel ülkeye ithal etmektir; yani ülkenin kendisini düşük enflasyon için güvenceye almasıdır.<sup>305</sup> Diğer bir deyişle nominal çapa olma özelliğini kaybetmiş yerli para yerine, yabancı bir paranın yada yabancı paralardan oluşan bir sepetin program boyunca çapa olarak kullanılmasıdır. Bu programda yerli paranın değeri, program boyunca yabancı paraya karşı (ya da sepete karşı) sabitlenir. Döviz kuru bir dışsal parametre olarak ya yavaşça kayan parite (crowling peg) yada devalüasyon oranının bir tablo (tablita) dahilinde kademeli olarak azaltılması şeklindeki uygulamalar ekonomide çapa görevi üstlenmektedir.<sup>306</sup> Ancak Döviz kuruna dayalı istikrar politikaları için birden çok kur rejimi olması döviz kuru rejiminin ara hedef olarak uzun sürelerden beri tartışılmasına neden olmuştur. Çok sayıdaki farklı kur rejimi uygulamalarından hangisinin tercih edilmesi gerektiği yada sabit kur rejimi uygulanacaksa kurun bant aralığının ne olması gerektiği şeklindeki tartışmalar döviz kuruna dayalı istikrar programlarının şabloncu yaklaşımlarla ele alınması sonucunu doğurmuştur. Genelde IMF tarafından önerilen bu program tipi, ülkelerin yerel dinamiklerinden uzak hesaplanmaktadır.

Dalgalı, sabit ya da diğer kur rejimlerinden birinin ara hedef olarak seçilmesi, uluslararası parasal iktisat çevrelerinde sürekli tartışılan bir konudur. Hakim görüşe göre, döviz kurunu sabitlemenin üç avantajı vardır: (1) ticaret ve yatırımlarda sorun oluşturan işlem maliyetleri ve döviz kuru risklerinin bu sayede azalması, (2) para politikası için güvenli bir nominal çapa değişkeni atanmış olması ve (3) döviz kuru

<sup>304</sup> Eroğlu, *İktisatta Rasyonalite ve Para Politikası*, s.73

<sup>305</sup> Fischer, *Maintaining Price Stability*, s.36

<sup>306</sup> Oktar, *Enflasyon Hedeflemesi*, s.22

çapasının “zaman tutarsızlığı” tuzağına düşmeye fırsat vermeden ülkenin yabancı sermaye girişleri açısından güvenli ve cazip hale gelmesini sağlamaktır. Fakat en büyük dezavantajı da ülkenin merkez bankasının dalgalı kur rejiminde olduğu gibi bağımsız bir para politikası izleme imkânının ortadan kalkmasıdır.<sup>307</sup> Diğer türlü IMF reçetelerinde hemen her ülkeye sabit kur düzeni önerilerek ülkedeki merkez bankaları sadece bir “para kurulu” olarak hareket etme mecburiyetinde bırakılıyor ve yerli parayı döviz karşılığı olmadan basmama zorunluluğu getirilmiş oluyor. 2000 yılında Türkiye’de böyle bir program çerçevesinde enflasyonu düşürme planını devreye koymuştur. Sadece 13 ay sürdürülen bu plan bir döviz krizi ile son bulmuştur. Çünkü klasik bir kural görmezden gelinmiştir: Döviz kuru hedeflemesinde, ancak güvenilirlik ile enflasyondaki ataletin (inflationary inertia) kolayca kırılabileceği, aksi taktirde enflasyondaki düşüşün kısa süreli olmaktan öteye geçmeyeceği unutulmuştur.<sup>308</sup>

Sabit döviz kuru nominal çapa olarak, yüksek enflasyondan muzdarip ülkeler tarafından tercih edilmektedir. Geçmişe bakıldığında bu yaklaşımın 1985 yılında İsrail’de, 1990 yılında Polonya’da ve çeşitli varyasyonlarla 1994 ve 1995 yıllarında Bezilya’da başarı ile uygulandığı görülmektedir.

Ayrıca bu sabit hedeflemeler içlerinde Rusya’nın da olduğu bazı geçiş ekonomilerinde de kullanılmıştır.

Döviz kuru çapası gibi sabitleme uygulamaları çoğunlukla uzun süreli fiyat istikrarından ziyade yüksek enflasyonu şok bir şekilde aşağı çekmek için kullanılmaktadır. Sabit kur rejimini ara hedef olarak belirleyip nihai hedeflerini buna göre uygulayan ülkelerin 1973-1993 döneminde, dalgalı kur rejimi uygulayan ülkelere göre daha düşük enflasyona sahip oldukları görülmüştür.<sup>309</sup> Aynı zamanda döviz kuru çapası uzun süre sürdürülecek bir politika olmaktan çok uzaktır. Önemli miktarda dış kredi ile ancak sürdürebilen bir politikadır. Çünkü borcu fazla olan ülkenin riski yüksek olacağından, yeterince yabancı sermaye gelmemesi durumunda

<sup>307</sup>Jeffrey A. Frankel, Sergio L. Schmukler and Luis Servén, “Global Transmission of Interest Rates: Monetary Independence and Currency Regime”, **Working Paper**, No.8828, March 2002, s.1

<sup>308</sup>Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi**, s.22

<sup>309</sup>Fischer, **Maintaining Price Stability**, s.36



sabit kuru sürdürmek imkansız hale gelecektir. Bunu bilen spekülâtörler kanonik kriz modellerinde olduğu gibi (1.kuşak kriz modeli) ülkenin rezervlerine spekülâtif ataklar yaparak sabit kuru yıkmaya ve merkez bankasının kuru koruma kararlılığını sarsmaya çalışarak olası devalüasyonlarla kar elde etme yoluna giderler. Bu politikanın kur baskısı yüzünden krizlerle neticelenmesine tarihte sıklıkla rastlanmıştır. 2001 Şubat krizi buna en güzel örnektir.

Ara hedef olarak bu politikanın tercih edilmesi sonucunda, dövize olan talep fazlası yerli paranın reel olarak değerklenmesine yol açmaktadır. Yerli para olması gereken değerkinden daha değerkli tutulduğundan kısa dönemde ödemeleri dengesi sorunlarıyla karşılaşılır. Değerkli yerli para, ihracatı pahalı, ithalatı ise ucuz kılacağından cari işlemler dengesi bozulur. 2000 yılında IMF'nin isteği doğrultusunda bu program Türkiye'de uygulamaya konulduğunda TL'nin değeri 1 Dolar + 0.77 Euro' dan oluşan sepete karşı sabitlenmiştir. Önceden açıklanmış kur değerklerine dayanan bu politika, politik istikrarsızlıktan dolayı 2001'de krizle sonuçlanmıştır.<sup>310</sup> Benzer sorunları Latin Amerika Ülkeleri'nden Arjantin ve Brezilya da yaşamışlardır. 1999 yılında Arjantin'de ve 1994 yılında Brezilya'da "Real Planı"nın çökmesi ile kriz baş göstermiştir. Bu başarısızlıkların üç temel nedeni şöyle sayılabilir.<sup>311</sup>

**a.Kaynak yetersizliği**

**b.Sabitlenen dövizi belli bir düzeyde tutacak politika araçlarının eksikliği**

**c.Reel sektörde meydana gelen sorunlar**

Bu tarz bir programın uygulanması için dış finansal desteğe ihtiyaç duyulmaktadır. Program sıkı para ve maliye politikasına dayandığından üretim azalmasından dolayı istihdam kayıpları oluşmakta ve reel sektörde sıkıntılar baş göstermektedir. Reel kesimde oluşacak sıkıntılar, yavaşlayan ihracat, artan ithalata bağlı üretim kayıpları dış finansal desteklerle telafi edilme yoluna gidilir. Fischer (2000), geçiş dönemi ülkeleri dışında kalan ülkelerin yüksek enflasyonu (üç haneli) düşürmek için sıklıkla döviz kuru çapası kullandıklarını vurgulayarak, kullanılan kur çapasının istenilen sonucu vermediği zaman kriz çıkma olasılığının yüksek olduğunu ifade etmiştir.

<sup>310</sup> Doğruel ve Doğruel, **a.g.e.**, , s.61

<sup>311</sup> **A.e.**

Fischer'in bulduğu sonuçlara göre döviz kuru çapası uygulaması kriz riski yüksek bir uygulama türü olup, Türkiye'nin Kasım 2000 ve Şubat 2001 yıllarında yaşadığı krizler bu tezi desteklemektedir. Fischer'a göre Türkiye, Arjantin ve Brezilya'nın yaşadığı sorunlar, mali bozukluk ve kamu borcu/GSMH oranının sürdürülebilir sınırlar dâhilinde tutulmamasından ileri gelmektedir.<sup>312</sup>

Nominal döviz kurlarını sabitleştirmenin iki yolla enflasyonu aşağı çekeceğı hedeflenmektedir: Birinci yol, ticarete konu malların fiyatları istikrara kavuşacağı için cari işlemler kaleminde iyileşme görülecektir. İkinci yol da program tavizsiz sürdürüldüğü sürece programa güven duyulacak ve enflasyonist beklentiler bu yolla kırılmış olacaktır.

Ayrıca nominal döviz kurunun tercih edilmesinin nedenleri olarak inanırlılık ve zaman tutarsızlığı ön plana çıkmaktadır. Bilindiğı gibi zaman tutarsızlığı bir politikanın başlangıçta optimal gözükmesine rağmen sonradan karar vericiler için değiştirilmesi anlamına gelmektedir. Mesela hükümetler dönem başında para arzı için taahhütte bulunmalarına rağmen ilerleyen süreçte üretim artışı için bu politikadan vazgeçebilir. Ancak ücretli kesim başlangıçta açıklanan politikaya uygun ücret ayarlamaları yapmış olduğı ve istihdam mukavelelerini buna göre tanzim ettiklerinden dolayı zaman tutarsızlığı onları etkilemektedir. Fakat hükümetler daha çok para arz ederek reel ücretleri aşağı çekmeyi ve bu yolla da istihdamı arttırarak büyümeyi arttırmak istedikleri için ortaya çıkan sonuç güvenirlilik kaybı olarak değerlendirilmektedir. Yani hükümetlerin hem fiyatlarda istikrarı gözetmek hem de üretimi arttırmak istemeleri politikalarda zaman tutarsızlığına neden olmakta ve sonuçta hükümetlerin inanırlılıklarını yitirmelerine yol açmaktadır. 1970'lerde ortaya çıkan parasalcı görüş ve kurucusu Firedman para arzının ancak kısa vadede enflasyona çözüm olabileceğini adaptif (uyumcu) beklentilere sahip bireylerin zaman içinde beklentilerini yeni duruma göre ayarlayacaklarından para arzlarının son tahlilde yüksek enflasyona yol açacağını ispatlamıştır. Sık sık enflasyonist beklentiler yaratan hükümetler inanırlılıklarını yitirmekle kalmaz, sürpriz

---

<sup>312</sup> Fischer (2000)'den aktaran a.g.e, s.63

politikalarla bireyleri kandırma imkânını da elden kaçırmış olurlar.<sup>313</sup> İnanırlılık sorununa getirilecek tek çözüm para arzının bir kural dâhilinde yıllık hâsıla büyüme oranı kadar belirlenmesi ve buna uyulmasıdır.<sup>314</sup>

Döviz kuru çapasında bu inanırlılık ve zaman tutarsızlığı problemleri yaşanmamaktadır. Hükümetler para arzında oynadıkları sürpriz gelişmeleri döviz kurlarında da yapabilir ve beklenmedik devalüasyonlarla, enflasyon yaratma ve böylece reel ücretlerde düşme sağlayarak, istihdam ve hâsılada artışı yaratmak isteyebilirler. Rasyonel bekleyişler kuramına uygun hareket eden bireylerin devalüasyon bekleyişleri bu sayede kırılmadığından, hükümetler inanırlılıklarını yitirmekle karşı karşıya kalmış olurlar. İşte tam bu noktada istikrar politikalarında bir endeksleme olması açısından nominal çapa ihtiyacı ortaya çıkmaktadır. Bu sayede hükümetlerin elleri bağlanmış olacak ve inanırlılık sorunu ortadan kalkmış olacaktır. Bu konudaki tüm yetkiler de bağımsız bir para otoritesi olan merkez bankasına devredilmektedir.<sup>315</sup> Döviz kuruna dayalı istikrar politikasında para arzı endeksleme politikasındakine benzer esneklikler ve öngörülme sorunları yoktur. Bu politikada ortaya çıkan sorun, yerli paranın aşırı değerlendirilerek dış ticaret açıklarına sebep olması ve ülkeyi cari açık problemiyle karşı karşıya getirmesidir.

Sabit döviz kuru mekanizmasına dayalı istikrar politikasının iki değişik uygulama örneği daha vardır: Bunlardan birisi Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (EERM) örneğinde olduğu gibi ticari ortaklarla dar bir bölgeye münhasır bir döviz kuru anlaşması yaparak buna dâhil olmaktır. Diğer de 1946-1971 arasında uygulanan Bretton Woods tipi kur mekanizmasında görüldüğü gibi geniş bir coğrafyada anlaşmaya dâhil olmaktır. Woods sistemi ödemeler bilançosu sorunlarını IMF'ye danışarak çözmeyi ve son çare olarak devalüasyona başvurmayı öngören, ülkelerin karşılıklı ticari çıkarlarını bu sayede korumaya çalışan bir sabit kur sistemi olup bu sistemde döviz kurunun dalgalanma marjı % 1,5 ile sınırlandırılmıştır.

---

<sup>313</sup> Çağlar, a.g.e., s.153

<sup>314</sup> Milton Friedman bunu **A Monetary History of the United States, 1867 – 1960**, Princeton University Press, s.676'da şöyle dile getirmektedir: "The interrelation between monetary and economic change has been highly stable"

<sup>315</sup> Çağlar, a.g.e., s.155

Döviz kuruna dayalı istikrar programı parasal tabana dayalı istikrar programına göre enflasyonu düşürmede daha hızlı sonuç vermektedir. Çünkü istikrarlı kur ortamı ticari malların fiyatlarını aşağı çekmektedir. Döviz kuruna dayalı istikrar programı uygulamasında ekonomide önce canlanma sonra durgunluk görülürken, parasal tabana dayalı programlarda durgunluk başlangıçta yaşanmaktadır.<sup>316</sup>

Döviz kurunun nominal çapa olarak seçildiği enflasyonu kontrol altına alma programının başarısı üç koşula bağlıdır.<sup>317</sup>

- Döviz kurunun korunacağına dair bir taahüt olmalıdır ki yatırım yapmak isteyenlere ilerisi adına yol gösterici olsun.
- Verilen döviz kuru taahhüdü gerçekçi olmalı ve buna döviz piyasalarının inanması sağlanmalıdır
- Emek piyasasının rijit olmaması gerekir ki yeri geldiğinde nominal ücretlerin düşmesi de gündeme gelebilsin

Nominal döviz kurunun çapa olarak seçilmesinin bazı ciddi dezavantajları da vardır. Bunlardan ilki şudur: Bu politika tipinde döviz kurundaki değer kayıplarına karşı yüksek enflasyon ortamında kur sabitlenmiştir. Ancak eğer bu para politikası kuralı maliye kesimi tarafından da desteklenmezse kurlar kısa süre içinde yeniden artışa geçebilir ve ülke ekonomisinin rekabet gücü azalarak dış ticaret açıkları artmaya başlayabilir ve ödemeler dengesi ülkenin aleyhine dönebilir.<sup>318</sup> Diğer dezavantaj da finansal serbestleşmeye gidilirken sabit kurun sürdürülme zorluğudur. Çünkü sabit kur ya da sürünen çapa rejimi uygulayan ülke, çoğunlukla ülke içindeki faiz oranları ile dünya faiz oranları arasındaki farkın ortaya çıkardığı tutarsızlıklarla uğraşmak zorunda kalmaktadır.<sup>319</sup> Uygulanan sıkı para politikası neticesinde iç faizler dış faizleri geçer ve ülkeye yüksek miktarda kar amaçlı yabancı sermaye girişi olur. Fiziki yatırımlara dönüşmeyen bu sermaye, olası bir siyasi istikrarlılık durumunda ülkeden çıkarak geride döviz krizleri bırakmaktadır. Bu ve benzeri olumsuz

---

<sup>316</sup> A.e., s.20

<sup>317</sup> Parasız, **Para Politikası**, s.188

<sup>318</sup> Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi**, s.23

<sup>319</sup> Fischer, Stanley “Maintaining Price Stability,” **Finance & Development**, Cilt:33, No: 4, Aralık, ss. 34-37, 1996, s.37

yönlerinden dolayı, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, bu politika tipi artık eskisi kadar sıklıkla sıklıkla uygulanmamaktadır. 1976 yılında IMF üyesi ülkelerin 2/3 kadarı para birimlerini güçlü bir paraya ya da bir sepete sabitlerken bu sayı 1991 yılında 1/3 den daha az bir seviyeye inmiştir.<sup>320</sup>

Özetleyecek olursak; döviz kuru kolay izlenebildiği ve anlaşılır olduğundan nominal çapa olarak istikrar politikasında para otoritesince seçilmektedir. 1980’li yıllarda hiperenflasyon yaşayan bir çok gelişmekte olan ülkede yürütülen istikrar programlarında nominal çapa olarak tercih edilmiştir. Buna karşın, içsel ve dışsal şoklara karşı zayıf ve sermaye hareketlerinin spekülative ataklarına karşı yüksek duyarlılık göstermesi bu çapaya olan önemin azalmasına neden olmuştur.<sup>321</sup> Türkiye 2001 krizinde bunun acı deneyimini yaşamak zorunda kalmıştır.

#### 2.4.2.1. Para (Döviz) Kriz Modelleri

Kriz sınıflandırmaları oldukça karışık ve kişilere göre değişkenlik arzeden bir konudur. Döviz krizlerini, bankacılık(finansal) krizleri ve para krizleri, döviz borcu krizleri ve rezerv krizleri olarak ayırmak mümkündür. Para krizi, spekülative atak sonucu sabit kurun sıçraması ve kur rejiminin çökmesi şeklinde tanımlanırken; finansal krizler, finansal sektörde bir şok yaşanması sonucu bazı finansal kurumların batması, kamuya devredilmesi yada sermayelerinin önemli ölçüde eriyip gitmesi olarak tarif edilmektedir. Bunlar iç içe geçen krizler olduğundan toplu halde sadece finansal krizler demek en uygun yöntemdir.<sup>322</sup> Döviz kurunun yol açtığı krizleri Kaminsky (2003) meydana geliş sebeplerine göre sınıflandırmıştır: Birinci Kuşak, İkinci Kuşak, Üçüncü Kuşak kriz modelleri ile, Borç Krizi ve Ani Duruş krizleri (Tablo 2.10)<sup>323</sup>. Bu kısımda sadece kuşak krizlerine kısaca değineceğiz.

<sup>320</sup>Peter Montiel and Jonathan Ostry, “Targeting The Real Exchange Rate in Developing Countries”, **Finance and Development**, vol.30, No.1, March 1993, s.38

<sup>321</sup>Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi**, s.7

<sup>322</sup> Özatay, **Nasıl Oluyor da Oluyor Finansal Krizler-1**, 2011

<sup>323</sup>Graciela L. Kaminsky, “Varieties of Currencies Crisis “, **NBER Working Paper**, No.10193, 2003., s.21

**Tablo 2.10. Döviz Kuru Krizleri ve Göstergeleri**

| <b>Model</b>  | <b>Göstergeler</b>                  |
|---------------|-------------------------------------|
| Birinci Kuşak | Bütçe Açığı/GSYİH                   |
|               | Reel M1 Para Arzının Talebi Geçmesi |
| İkinci Kuşak  | İhracat                             |
|               | İthalat                             |
|               | Yurtiçi Reel Faiz Oranı             |
|               | Üretim                              |
|               | Reel Döviz Kuru                     |
|               | Dış Ticaret Hadleri                 |
|               |                                     |
| Üçüncü Kuşak  | Yurtiçi Kredi/ GSYİH                |
|               | M2/Rezervler                        |
|               | M2 Çarpanı                          |
|               | Mevduatlar                          |
|               | Hisse Senedi Fiyatları              |
|               | Bankacılık Krizleri                 |
|               |                                     |
| Borç Krizi    | Toplam Borç Stoku/İhracat           |
|               | Kısa Dönemli Borç Toplamı/Rezervler |
| Ani Duruş     | Uluslar arası Reel Faiz Oranları    |
|               | Döviz Rezervleri                    |

**Kaynak:** Graciela L. Kaminsky, “Varieties of Currencies Crisis “, **NBER Working Paper**, No.10193, 2003., s.21

#### **2.4.2.1.1. Birinci Kuşak Kriz Modelleri**

Birinci kuşak kriz modellerinin merkezinde mali ve parasal problemler vardır. Daha çok 1960’larda ve 1970’lerde Latin Amerika’da yaşanan krizleri saptamak için ortaya kullanılan bir adlandırmadır. Yüksek bütçe açıkları veren bir merkezi yönetim bu borcu kendisine bağımlı çalışan merkez bankasına para bastırarak finanse etme yoluna gittiğinde, piyasaya talep edilmeyen bir nakit enjekte edilmiş

olur. Kur sabit olduğu için çıkan para dövize yönelir ve artan döviz talebi nedeniyle kur yükselme eğilimine girer. Bu kez merkez bankası kuru korumak için rezervlerini feda ederek döviz satmaya başlar. Süreç sonunda merkez bankasının döviz rezervi bir alt eşik değere kadar erir ve döviz kuru da sıçramış olur. Kur rejimi kendiliğinden çöker. Bu doğal çöküş zamanıdır <sup>324</sup>

Ancak spekülâtörler hükümetin izlediğı döviz, para ve maliye politikası uyumsuzluğunu fark edip, merkez bankası rezervlerinin döviz kurunu korumaya yetip yetmeyeceğini anladıklarında döviz rezervleri en alt eşik değere düşmeden ellerindeki yerli para cinsinden mali varlıkları satıp dövize geçmek isterler ki bu durumda sabit kur sistemi doğal çöküş zamanından daha erken bir sürede çökebilmektedir. Bu durumda kur rejiminin çöküş zamanı, rezervlerin miktarına bağlı olarak geciktirilebilir. Yani sabit kurun ömrü merkez bankasının başlangıçtaki rezerv miktarının artan bir fonksiyonudur. <sup>325</sup> Bir diğer durum da merkez bankasının para basma hızının düşük yada yüksek olmasına bağlı olarak çöküş zamanının ötelenebilmesidir. Bankanın para basma hızı ne kadar düşükse, diğer şartlar sabit kalmak şartıyla kriz geciktirilebilir. Kısacası sabit kur rejimiyle uyumsuz bir para ve maliye politikası bileşimi varsa, bu kur rejimi eninde sonunda çökmek zorunda kalacaktır. <sup>326</sup>

#### 2.4.2.1.2. İkinci Kuşak Kriz Modelleri

İkinci kuşak kriz modelleri gelişmiş ekonomilerdeki yapısal sorunları ortaya çıkarmak için geliştirilmiş olup, 1990’ların başında yaşanan “Avrupa Para Sistemi” (European Monetary System- EMS) krizlerini açıklamaya çalışmaktadır. Bazen bir ekonomi çok sağlıklı göstergelere sahipken, sadece bir tane lekeli (gri) değişken olması spekülâtörlerce krize sürüklenmesine yetmektedir. Spekülâtörler dövize yüklü miktarda hücum ederse merkez bankasının gerekli önlemleri alması gecikebilir. Eğer merkez bankası kur rejimini korumak için savunma yapmazsa döviz kuru ya devalüasyonla yükseltilir ya da kur dalgalanmaya bırakılır. Döviz atağı bittiğinde

<sup>324</sup> Fatih Özatay, **Finansal Krizler ve Türkiye**, Doğan Kitap, 2.Baskı, İstanbul, 2010, s.37.

<sup>325</sup> Paul Krugman, “A Model of Balance-of-Payments Crises”, **Journal of Money, Credit, and Banking**, Vol.11, No.3, 1979, pp.311-325, s.322

<sup>326</sup> Fatih Özatay, Nasıl Oluyor da Oluyor Finansal Krizler-1, **Dünya Gazetesi**, 24.08.2011

spekülatörler düşük kurdan aldıkları döviz bozdurup yüksek kurdan ciddi karlar elde etmektedirler. Mesela George Soros'un 1992 yılında İngiliz Sterlini'ne karşı başlattığı atak bu gruba girmektedir.<sup>327</sup>

#### **2.4.2.1.3. Üçüncü Kuşak Kriz Modelleri**

1994 Tequilla krizi ve 1997 Uzak Asya krizlerini açıklamak için geliştirilen üçüncü kuşak kriz modelleri, ahlaki tehlike ve eksik bilgi üzerinden piyasalara ve oyunculara odaklanarak<sup>328</sup> uluslararası borçlanmada yaşanan dalgalanmaları ve hisse senedi fiyatlarının aşırı değerlendirilmesi noktalarına ışık tutmaya çalışmaktadır.<sup>329</sup> Şirketler kesiminin ve finansal kesimin bilanço yapısındaki bozukluklara dayanan krizleri ortaya çıkarmak için geliştirilen üçüncü kuşak kriz modelleri, özellikle 1997 Asya krizlerine ışık tutmaktadır. Asya'da ilk bakışta krize neden olacak bir değişken ortada görünmemektedir. Mesela 1996 yılında Kore ve Tayland, Endonezya gibi ülkelerde bütçeler denk yada açık GSYİH'nin yüzde 0,5'i kadar çok düşük oranlardadır. Çoğunun cari işlemler açığı ve yüksek düzeyde işsizlik sorunu yoktur. Fakat daha sonra şirketler kesimi ve finansal kesimin bilançolarında ciddi bozukluklar olduğu ortaya çıkmıştır. Mesela döviz pozisyonunda açık vardır. Yani, döviz cinsinden borçları döviz cinsinden alacaklarına oranla fazladır. Yada vade uyumsuzluğu sözkonusudur. Alacakların vadesi borçların vadesine göre daha uzundur. Ayrıca bu ülkelerde finansal sistem yüksek kaldıraç oranları ile çalışmaktadır. Yani, toplam varlıklarının sermayeye oranı çok yüksektir. Bu tür bilanço zafiyetleri olan ülkelerin dışsal şoklara karşı kırılganlıkları artmaktadır. Bunların yanı sıra eğer bir ülke mutlak enerji ithalatçısı ancak ihracata dayalı bir ekonomiye sahipse, olası bir enerji fiyatlarındaki artış bu ülkenin döviz dengesini bozacaktır. Böyle bir senaryo karşısında uluslararası mali yatırımcılar bu ülkenin risklilik derecesinin arttığını görecekle ve daha az riskli ülkelere gitmek için bu ülkeden çıkmak isteyeceklerdir. Yerli paranın elden çıkarılarak döviz hücüm edilmesi sonucunda kur aniden yükselecektir. Açık pozisyonundan dolayı bankacılık kesiminin sermayesi erimeye başlayacaktır. Bankalar sermayeleri kalmadığı için kredilerini geri çağırma yoluna

---

<sup>327</sup> A.e.

<sup>328</sup> Kaminsky, a.g.e., s.1

<sup>329</sup> Çağlar, a.g.e., s.155



gideceklerdir. Ancak şirketler hem ihracat yapamadıklarından hem de yeni krediler bulamadıkları için bankalara olan borçlarını ödeyemez duruma düşeceklerdir. Bankalar geri gelmeyen kredilerden ve artan borç yükünden dolayı likidite sıkışıklığına düşeceklerdir. Nakit darlığının baş gösterdiği böylesi bir ortamda faizler artacak, yurtiçi mal talebi düşecek ve ihracat yapmak için düşük faizli kredi bulamayan ihracat endüstrisindeki firmalar zor durumda kalacaklardır. Beklenen sonuç hiç değişmeyecektir: Tüketim ve yatırım sert bir şekilde azalacak ve ülke ekonomisi hem çok büyük ölçüde daralacak hem de işsizlik artacaktır.<sup>330</sup>

#### **2.4.2.2. Döviz Kuru Çapası Ülke Uygulamaları**

Döviz kuru ile enflasyon arasında sıkı bir ilişki olduğundan, ülkeler arasında enflasyon farkı olduğu sürece döviz kurlarının bu farklılığı telafi (compensate) edecek şekilde uyarlaması kaçınılmazdır. Aksi halde, kurlar bu enflasyon farklılıklarını telafi etmezse enflasyon oranı yüksek olan ülkenin parası reel olarak değerlenecek ve uluslararası piyasalarda rekabet gücünü kaybedecektir. Bu da cari işlemler açığının artarak derinleşmesi anlamına gelmektedir. Özellikle 1970'ler boyunca petrol şoklarına rağmen ülkeler paralarının değerini sabit tutmayı ve cari açığı dışarıdan borçlanarak kapatmayı yeğlemişlerdir. Bunun sonucunda da 1980'lerin başında dünya genelinde borç krizine düşmüş birçok ülkeyi görmek mümkündür. Ülkeler 1970'lerin sonunda sabit kur politikası altında yüksek oranlı devalüasyonlar yapmak yerine devalüasyon oranını geniş zamana yayarak kademeli ama küçük devalüasyonlarla kur ayarlaması yoluna gitmişlerdir.<sup>331</sup>

Tablo 2.11 döviz kuruna dayalı enflasyonu düşürme programlarından, gelişmekte olan ülkelerde uygulanan ve tarihsel süreçte önemli bir yere sahip olanları gösterilmektedir. Tablodan, 1970'li yıllarda uygulamaya konulan programların o döneme ait enflasyon oranlarını aşağı çekmede 1960 ya da 1990'lı yıllardaki uygulama örneklerine göre daha başarılı olduğu açıkça görülmektedir.

<sup>330</sup> Özatay, **Finansal Krizler ve Türkiye**, s.45-47

<sup>331</sup> Çağlar, **a.g.e.**, s.122-123

**Tablo 2.11. Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Programları**

| Program                        | Başlama ve Bitiş Tarihleri  | Döviz Kuru Düzeni                                                            | Program Öncesi Enflasyon Oranı <sup>C</sup> | Program İçinde En Düşük Enflasyon <sup>B</sup> | Düşük Enf. Gerçekleştiği Tar. | Program Krizle <sup>A</sup> Sonlandı mı? |
|--------------------------------|-----------------------------|------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------|------------------------------------------------|-------------------------------|------------------------------------------|
| <b>Brezilya 1964</b>           | Mar. 1964-Ağu.1968          | Sabit kur, periyodik devalüasyonlu                                           | 93,6                                        | 18,9                                           | May.68                        | hayır                                    |
| <b>Arjantin 1967</b>           | Mar.1967- May 1970          | Sabit kur                                                                    | 26,4                                        | 5,7                                            | Şub.69                        | evet                                     |
| <b>Uruguay 1968</b>            | Haz.1968-Ara.1971           | Sabit kur                                                                    | 182,9                                       | 9,5                                            | Haz.69                        | evet                                     |
| <b>Şili Tablita</b>            | Şub.1978-Haz.1982           | şub.1978-haz.1979:önceden ilan edilen sabit kur. Haz.1979-haz.1982:sabit kur | 52,1                                        | 3,7                                            | May.82                        | evet                                     |
| <b>Uruguay Tablita</b>         | Eki.1978-Kas.1982           | Önceden ilan edilen sabit kur                                                | 41,2                                        | 11                                             | Kas.82                        | evet                                     |
| <b>Arjantin Tablita</b>        | Ara. 1978-Şub.1981          | Önceden ilan edilen sabit kur                                                | 169,9                                       | 81,6                                           | Şub.81                        | evet                                     |
| <b>İsrail 1985</b>             | Tem.1985-devam*             | Döviz kuru politikasının üç aşaması var**                                    | 454,4                                       | 7,8                                            | Kas.95                        | hayır                                    |
| <b>Arjantin Austral</b>        | Haz.1985-Eyl.1986           | İki aşaması var***                                                           | 1128,9                                      | 50,1                                           | Haz.86                        | evet                                     |
| <b>Brezilya Cruzado</b>        | Şub.1986-Kas.1986           | Sabit kur                                                                    | 286                                         | 76,2                                           | Kas.86                        | evet                                     |
| <b>Meksika 1987</b>            | Aral.1987-Ara.1994          | Üç aşaması var****                                                           | 159                                         | 6,7                                            | Eyl.94                        | evet                                     |
| <b>Uruguay 1990</b>            | Ara.1990-devam <sup>D</sup> | Azalan devalüasyonlu, bant içi hareket                                       | 133,7                                       | 24,4                                           | Ara.96                        | hayır                                    |
| <b>Arjantin Konvertibilite</b> | Nis.1991-devam              | Para kurulu, Dolar'a endeksli para                                           | 267                                         | -0,3                                           | May.96                        | hayır                                    |

\* :1997 tarihi itibari ile devam etmekte olduğunu gösteriyor.

\*\* :Tem. 1985'de Shekel Dolar'a karşı sabitlendi. Ağus. 1986'da Shekel bir sepete sabitlendi. İkinci aşamada program 1987-1989 arasını hedef alan bir dizi devalüasyon içermektedir. Shekel 1989 yılında merkezi parite etrafında bir bant içi harekete bırakıldı. Ara.1989'da sürünen kur.

\*\*\* :Haz. 1985-Mar.1986: Sabit kur, Mar 1986-Eyl.1986: sürünen kur

\*\*\*\* :Şub.1988-Ara.1988: Sabit kur, Oca.1989-Kas.1991:Önceden belirlenen kur, Kas.1991-Ara.1994:bant içinde hareket

A :”Kriz” kelimesi burada merkez bankası rezervlerindeki büyük azalışları kastetmektedir

B :12 aylık enflasyona göre en düşük enflasyon

C :Programın başladığı aydan önceki 12 aylık enflasyon oranı

D :1997 tarihi itibari ile devam eden programı göstermektedir.

**Kaynak:** Guillermo A. Calvo and Carlos A. Vegh, “Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries”, 1997 (çevrimiçi), <http://drum.lib.umd.edu/bitstream/1903/4290/1/ciecrp1.pdf>, s.78 ve Reinhart, C.M, and C.A. Vegh, “Do exchange rate-based stabilizations carry the Seeds of Their Own Destruction?”, IMF 1995.

Döviz kurunun bir nominal çapa olarak enflasyonu düşürmede kullanılması 1964’li yıllara, Brezilya’ya dayansa da uygulama örnekleri 1970’li yıllarda Şili, Arjantin ve Uruguay tarafından hayata geçirilmiştir.<sup>332</sup> Ülkelerin program öncesi başlangıç koşulları farklı olmakla beraber özellikle Şili, Arjantin ve Uruguay’ın uyguladığı istikrar programlarında, GSYİH artışı, reel faizlerin ve reel döviz kurlarının hareketi dikkat çekici şekilde benzerlik göstermektedir. Bu ülkelerde döviz kuru çapası ile yapılmak istenen etki üç aşamada ortaya çıkmıştır: Birinci aşama düşen reel faiz oranları toplam talebi harekete geçirir (GSYİH artışı sağlar). İkinci aşama düşen reel faizin reel kurlarda değerlenmeye yol açmasıdır. Üçüncü aşamada uygulanan program neticesinde düşen enflasyonun hem reel faizleri hem de reel döviz kurunu uzun dönem denge pozisyonuna hareket ettirmesi beklenmektedir ( $r \downarrow AD \uparrow R \uparrow$ ).<sup>333</sup>

Ancak bu ülkelerin uyguladıkları istikrar programlarının 8/12 tanesi krizlerle sonuçlanmıştır (Tablo 2.11). Bu çok yüksek bir orandır. Toplam programların yüzde 70 kadarı krizle neticelenmiştir. Bunun sebeplerine bakıldığında ortaya çıkan resim şudur: Kapalı ekonomi durumunda olan bu ülkelerin politika yapıcıları, kapalı ekonomiye has para politikalarını terk edip, aleyhlerine olan yurtiçi enflasyon oranlarını ihraç malların enflasyon oranlarına çekmeyi hedef alıp bunu da kademeli bir şekilde küçük devalüasyonlar yoluyla gerçekleştirerek açık ekonomiye geçmek istemişlerdir. Ancak kurumsal reformlarla desteklenmeyen bu uygulama denemeleri ilk başta ülkede özel tüketimleri canlandırarak bir büyüme elde edilmesine yaramışsa da programın ilerleyen dönemlerinde yerel paranın reel olarak değerlenmesinin önüne geçilememiş ve programlar resesyonlar ile devam ederek çökmüştür.<sup>334</sup>

Bundan sonraki kısımda döviz kurunun çapa olarak kullanıldığı Şili ve Arjantin 1978 Tablita programları politika sonuçları bağlamında analiz edilecektir.

---

<sup>332</sup> Calvo ve Vegh, **a.g.e.**, s. 2

<sup>333</sup> Jaime de Melo and Sumana Dhar,” Lessons of Trade Liberalization in Latin America for Economies in Transition”, **The Worldbank Working Papers**, No.1040, November 1992, s.15-17

<sup>334</sup> Calvo ve Vegh, **a.g.e.**, s. 2

#### 2.4.2.2.1. Şili 1978 Tablita İstikrar Programı

1973 sonrası dönemde Şili’de meydana gelen gelişmeler dikkat çekicidir. Keskin zıtlıkların kısa süreler içinde bir arada yaşanmasına Şili’de rastlanmıştır. Örneğin, 1973 yılında dünya yüzeyindeki en yüksek enflasyon (%600) oranı bu ülkede meydana gelmiş, 1981 yılında dünyadaki en düşük enflasyon oranlarından birine (% 9,5) yine bu ülke ev sahipliği yapmıştır. Ayrıca 1975 yılında ülkenin mili hasıla büyüme oranı -% 12.9 iken, 1977-80 arası dönemde bu oran % 8.5 olarak gerçekleşmiştir.<sup>335</sup> Daha sonraki dönemlerde askeri hükümetin liberal politikaları benimsemesi ve dışa açılması ile Şili’ye olan ilgi artmıştır.

Şili, Şubat 1978 tarihinde nominal döviz kurunu bir çapa olarak kullanmaya başladığını ve Peso’da öngörülen devalüasyonların da yer aldığı bir tabloyu (tablita) kamuoyuna ilan etmiştir. Programın başında devalüasyon oranı yüzde 21,8 olarak belirlenmiş ve kademeli olarak aşağıya çekileceği öngörülmüştür. Tablita’nın sunulmasının akabinde Şili’de reel tüketimler 1978-81 döneminde yüzde 26 kadar artmıştır.<sup>336</sup> Bu da 1977-1980 döneminde Tablo 2.12’den de görüldüğü gibi yüzde 8,5 gibi yüksek bir ekonomik büyümenin gerçekleşmesine katkı yapmıştır.<sup>337</sup> Ancak enflasyon oranları uluslar arası düzeylere hızlı bir şekilde intibak edememiş ve 1977 yılında yüzde 84 olan enflasyon oranı programın üçüncü yılında hala yüzde 34’ler seviyesinde kalmıştır (Tablo 2.12). Bunun üzerine Şili hükümeti daha büyük bir devalüasyona giderek Ocak 1979 tarihinde 1 Dolar’ı 39 Peso’ya eşitlemiştir.

---

<sup>335</sup>Sebastian Edwards , “Stabilization with Liberalization: An Evaluation of Ten Years of Chile's Experiment with Free-Market Policies, 1973-1983”, **Economic Development and Cultural Change**, Vol. 33, No. 2, Jan. 1985, pp. 223-254, s.223

<sup>336</sup>Rudiger Dornbusch and Sebastian Edwards, “Exchange Rate Policy And Trade Strategy,” in **The Chilean Economy: Policy Lessons, Developing Country Debt and Economic Performance**, Vol. 2 University of Chicago Press, 1990, s.89

<sup>337</sup> Nader Nazmi ,”Exchange Rate-Based Stabilization in Latin America”, **World Development**, Vol. 25, No. 4, pp. 519-535, 1997 s.522

**Tablo 2.12. Şili: Makroekonomik Değişkenler, 1977-1985**

| Yıl  | GSYİH<br>Büyüme (%) | KSBG/GSYİH<br>(%) | Enflasyon Oranı | Reel Döviz<br>Kuru | Cari<br>Açık/GSYİH(%) |
|------|---------------------|-------------------|-----------------|--------------------|-----------------------|
| 1977 | 9,9                 | 0,1               | 84,2            | 100                | 3,7                   |
| 1978 | 8,2                 | 1,5               | 37,2            | 111,4              | 5,2                   |
| 1979 | 8,3                 | 3,3               | 38,9            | 112,2              | 5,4                   |
| 1980 | 7,8                 | 4,5               | 31,2            | 97,2               | 7,1                   |
| 1981 | 5,5                 | 0,8               | 9,5             | 84,5               | 14,5                  |
| 1982 | -14,1               | -3,5              | 20,7            | 94,5               | 9                     |
| 1983 | -0,7                | -3,2              | 23,1            | 113,1              | 5,4                   |
| 1984 | 6,3                 | -4,3              | 23              | 118,1              | 10,7                  |
| 1985 | 2,4                 | -2,5              | 26,4            | 145,2              | 8,3                   |

**Kaynak:** Nader Nazmi ,”Exchange Rate-Based Stabilization in Latin America”, **World Development**, Vol. 25, No. 4, pp. 519-535, 1997 s.522

Hükümetin 1979 yılında spekülâtif olmayan sermaye hareketleri üzerindeki kısıtları kaldırması ile ülkeye giren yabancı sermaye miktarında kayda değer bir artış sağlanmıştır. Döviz kuru hedeflemesinin yapıldığı dönemin sadece 1977-80 arası döneminde Şili’ye gelen doğrudan yabancı sermaye (DYS) miktarı yüzde 323 oranında artış göstermiştir.<sup>338</sup> 1980 ve 1981 yıllarında DYS miktarı sırasıyla 3.2 milyar USD ve 4.8 milyar USD olarak gerçekleşmiştir.<sup>339</sup>

Uygulanan istikrar politikasının bir sonucu olarak 1978-81 arası dönemde ödemeler bilançosunun yabancı sermaye hesabında sağlanan fazlanın % 73 kadarı ülkenin cari açığının finansmanına gitmiş, sadece % 27 kadarı döviz kurlarını dengelemek için kullanılmıştır. Çünkü Şili’nin 1970 sonu, 1980 başında GSYİH’nın yüzde 15’ine denk gelen ciddi bir cari açık sorunu vardı ve yapılan dış borçlanmanın çok büyük bir kısmı da bu açığın finansmanına gitmiştir.<sup>340</sup>

Şili hükümeti sıkı para politikası yanında daraltıcı maliye politikaları ile de programa destek olmuştur. Bütçe fazlasının GSYİH’ya oranı 1978 yılında % 1.5 iken 1979

<sup>338</sup> A.e.

<sup>339</sup> Edwards, **Stabilization with Liberalization: An Evaluation of Ten Years of Chile's Experiment with Free-Market Policies, 1973-1983**, s.244

<sup>340</sup> Raul Laban and Felipe Larrain B., “The Chilean with Capital Mobility”, in **The Chilean Economy: Policy Lessons, Developing Country Debt and Economic Performance**, Vol. 2 University of Chicago Press, 1990, s.124

yılında % 3.3'e ve 1979 yılında da % 4.5'e ulaşmıştır (Tablo 2.12). Mali politikalarla nominal döviz kurunu desteklenirken, hükümetin ücretleri enflasyona endekslemeye devam etmesi enflasyonist beklentilerin kırılmamasına yol açmıştır. Enflasyon oranları % 31-39 bandında salınırken, Peso reel olarak aşırı değerli hale gelmiştir. Bu da Şilili ihracatçıların uluslararası piyasalarda rekabet kaybetmelerine neden olmuştur. 1981 yılı bittiğinde Şili'de cari açık % 14.5 düzeyine çıkmıştı.

Aslında bu gösterge döviz kuru rejiminin daha fazla devam etmeyeceğini, çöktüğünü gösteriyordu. Programa duyulan güven yok olmuş ve yabancı yatırımcılar sermaye girişini durdurma noktasına gelmişlerdi. 1982 yılının ilk çeyreğinde faiz oranları keskin biçimde artmış, tüketim askıya alınmış ve ülke şiddetli bir durgunluk sürecine girmişti. Sabit döviz kuru çapasını daha fazla sürdüremeyeceğini anlayan hükümet 14 Ocak 1982 tarihinde döviz kuru çapasından vazgeçildiğini açıklamak zorunda kalmıştır.<sup>341</sup> Krizin yol açtığı ağır tahribat sonucu Peso yaklaşık % 55 oranında devalüe edilmiş, Şili Merkez Bankası da rezervlerinin % 65 kadarını kaybetmek zorunda kalmıştır.<sup>342</sup>

#### **2.4.2.2.2. Arjantin'in Tablita İstikrar Programı**

Arjantin siyasi ve ekonomik tarihinde sürekli kararlar değiştirmesinden dolayı, 1950'lerden beri, bir türlü krizlerden kurtulamamıştır. Aslında Arjantin birinci dünya savaşı öncesinde Kanada, Amerika ve Avusturalya gibi zengin bir ülke –genellikle tarımsal ürünlerin ihracatından gelen bir geliri vardı- konumunda olmasına rağmen, birinci dünya savaşında düşen tarımsal ürün fiyatları ve akabinde meydana gelen 1929 Büyük Buhranı, ülkeye büyük darbe vurmuştur. Bu yüzden de bir zamanlar kullanılan “Arjantinli gibi zengin”<sup>343</sup> deyimi gittikçe unutulmaya başlanmıştır. Ancak Arjantin tüm bu olumsuzluklara rağmen her defasında yeni bir istikrar programı uygulamaya koymaktan geri durmamıştır. Mesela 1978 Tablita programı istenilen sonuçları vermeyince, 1986 yılında Austral adında başka bir plan devreye sokmuştur. Arjantin'in başarısız ekonomik performansının en önemli nedenlerinden biri

---

<sup>341</sup> Nazmi, **a.g.e.**, s.522-523

<sup>342</sup> Calvo ve Vegh, **a.g.e.**, s.78

<sup>343</sup> Krugman, **The Return of Depression Economics**, s.38

ihracatçısı olduğu önemli ürün kalemlerinin dış ticaret hadlerinin sürekli olarak düşmesi ve ülke aleyhine dönmeye başlamasıdır, diğer neden de uygulamaya konulan istikrar programlarının tam sonuçları alınmadan meydana gelen yönetim değişiklikleri sonucu planların yarıda bırakılması ya da askıya alınmasıdır.<sup>344</sup>

1978 yılında Arjantin “Tablita Planı” adında bir istikrar programı uygulamaya koyacağını kamuoyuna deklare etmiştir. 1979-1981 dönemini kapsayan ve döviz kuruna dayanan bu Ortodoks Tablita uygulaması yüksek enflasyon oranlarını aşağı çekmenin yanı sıra dış ticaret rejiminde çeşitli reformlar yapılmasını ve bu yolla ülkeye doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının çekilmesini öngörmekteydi. Ancak Falkland savaşının patlak vermesiyle başlayan siyasi istikrarsızlık ülkeden ciddi miktarda yabancı sermaye kaçışının olmasına ve çıkan sermayenin arkasında ağır bir dış borç yükü bırakmasına neden olmuştur.<sup>345</sup>

Tablita Planı’nın temel amacı gözetimli döviz kuru çapası ile kademeli olarak değeri düşürülen yerli para üzerinden enflasyon oranlarının çekilmesidir. Döviz kurlarını önceden kamuoyuna açıklayarak enflasyonist beklentileri düşürmeyi hedefleyen plan ile birlikte Ocak, Şubat ve Mart 1979 tarihlerinde döviz kurları sırasıyla %5,4, % 5,2 ve % 5,0 oranlarında düşürülmüştür. Ağustos 1979’deki % 3,8’lik kur ayarlamasına kadarki süreçte her ay kurların % 5,0 oranında düşürülmesine uygulama dahilinde devam edilmiştir.<sup>346</sup>

Programla beraber enflasyon oranı % 169,8’den 1979 yılında % 139,5 düzeyine indirilmiştir (Tablo 2.13). Buna mukabil reel ücretlerde %7,6 düzeyinde bir artış meydana gelmiş; yani ücret artışları enflasyon oranıyla ters yönlü hareket etmiştir. Ücret artışlarına ek olarak, reel faizler de % 16 ‘lardan 1978 yılı sonunda % 1’lere ve 1979 yılı sonunda da -% 2 düzeylerine kadar inmiştir.<sup>347</sup>

---

<sup>344</sup> Fatma Doğruel ve A. Suut Doğruel, **Türkiye’de Enflasyonun Tarihi**, TCMB ve Tarih Vakfı Ortak Yayını, İstanbul, 2005, s.86

<sup>345</sup> A.e.

<sup>346</sup> Nazmi, **a.g.e.**, s.523.

<sup>347</sup> Joseph R. Ramos, **Neoconservative Economics in the Southern Cone of Latin America 1973-1983**, The Johns Hopkins University Press, 1986’dan aktaran Nader Nazmi, s.523

Öte yandan aşırı değerli Peso ve düşük gümrük tarifeleri ülkede bir tüketim patlaması yaşanmasına yol açmış, 1978 yılında tüketim önce azalmış ardından da, % 12,3 oranında artmıştır. Aynı dönemde kişi başı gelir artışı yaklaşık % 5 ‘te kalmıştır (Tablo 2.13). Uygulanan program ortodoks olduğu için ilk etkisi GSYİH ‘da daralma şeklinde olmuşsa da programın ilerleyen dönemlerinde pozitif büyüme oranları elde edilmiştir (Tablo 2.14).

Peso’daki bu değerlenmenin sebebi programın ilk dört çeyreğinde Peso’nun % 68 oranında devalüe edilmesine karşın, enflasyon oranının % 167 olarak gerçekleşmesidir. Yani enflasyon oranı Tablita’da duyurulan devalüasyon oranlarının yukarısında kaldıkça, Peso da reel olarak değerlenme sürecine girmiş ve önceden ilan fiyat endekslerinde bir düşüş yaşanmasına neden olmuştur.<sup>348</sup>

**Tablo 2.13. Arjantin: Kişi Başı Gelir ve Yıllık Enflasyon Oranlarındaki Değişim**

| Yıl  | Kişi başı gelir artışı % | Yıllık Enflasyon Oranı |
|------|--------------------------|------------------------|
| 1976 | -2,0                     | 347,5                  |
| 1977 | 4,6                      | 150,4                  |
| 1978 | 4,9                      | 169,8                  |
| 1979 | 4,9                      | 139,7                  |
| 1980 | -0,5                     | 87,6                   |
| 1981 | -8,2                     | 131,2                  |
| 1982 | -6,8                     | 208,7                  |
| 1983 | 0,7                      | 433,7                  |
| 1984 | 0,7                      | 688                    |
| 1985 | -0,1                     | 385,4                  |

**Kaynak:** Nader Nazmi, “Exchange Rate-Based Stabilization In Latin America”, **World Development**, Vol. 25, No. 4, ss. 519-535, 1997 s.523.

Dünya piyasalarına uyum adına kaldırılan gümrük tarifeleri ve gerçekleştirilen dış finansal liberalizasyonlarla Arjantin’e başlangıçta kayda değer bir sermaye girişi yaşandı.<sup>349</sup> Artık özel sektör yurtdışından ucuz kredi ile borçlanmaya başlamış ve

<sup>348</sup> Nazmi, **a.g.e.**, s.524

<sup>349</sup> Dornbusch and Edwards, **a.g.e.**, s.6



bunun sonucunda da merkez bankasının rezervleri bir anda ikiye katlanmıştı.<sup>350</sup> Uygulanan bu program üç yönden yabancı yatırımcılara caip gelmekteydi. Birincisi, merkez bankasının rezervleri sabit döviz kurunu koruyabilecek kadar arttığı için kur riski ortada görünmemekteydi. Effektif reel döviz kurunun 1979 yılındaki değeri ile 1984 yılındaki değeri arasında sadece dört puanlık bir fark vardır.<sup>351</sup> İkincisi, cari açık reel olarak çok fazla değeriylememiş bir para ile sürdürülebilir bir seviyede tutulduğu için ufukta krize neden olacak bir sebep yoktu. Üçüncüsü de, benzer bir Tablita programı uygulayan Şili bu programın ikinci yılında başarılı sonuçlar elde etmişti. Bu da yatırımcılara güven veren bir olgudur. Beklentiler doğrultusunda programa olan güven arttığı için sermaye girişleri program öncesine göre yüzde 200 oranında artış göstermiştir (Tablo 52).

**Tablo 2.14. Arjantin: Makroekonomik Değişkenler, 1979-1987**

| Yıl  | Sermaye Girişi<br>(Milyar\$) | M2/GDP(%) | Kamu<br>Borcu/GDP(%) | Kamu Dış Borç<br>Stoku/Toplam<br>Borçlar(%) | Kamu Borç<br>Stoku/GDP(%) | Effektif Reel<br>Döviz Kuru | Cari<br>hesap/GDP(%) | GSYİH Büyüme<br>oranı |
|------|------------------------------|-----------|----------------------|---------------------------------------------|---------------------------|-----------------------------|----------------------|-----------------------|
| 1979 | 2,9                          | NA        | NA                   | NA                                          | NA                        | 143                         | NA                   | NA                    |
| 1980 | 6,4                          | 28,4      | 4,2                  | 53,2                                        | 25*                       | 100                         | -5,5                 | NA                    |
| 1981 | 6,5                          | 28,0      | 5,2                  | 56,4                                        |                           | 136                         | -6,8                 | -7                    |
| 1982 | 2,5                          | 19,6      | 6,5                  | 65,4                                        | 68*                       | 165                         | -4,2                 | -5,8                  |
| 1983 | 1,4                          | 11,2      | 5,9                  | 70,4                                        |                           | 155                         | -4,2                 | 2,6                   |
| 1984 | -0,6                         | 10,3      | 6,1                  | 77,1                                        | 67*                       | 148                         | -4,13                | 2,2                   |
| 1985 | -1,3                         | 10,9      | 9,8                  | 80,8                                        |                           | 167                         | -1,4                 | -4,6                  |
| 1986 | 1,0                          | 17,1      | 9,2                  | 85,6                                        |                           | 186                         | -4,6                 | 5,8                   |
| 1987 | -0,3                         | 18,5      | 9,4                  | NA                                          | 68*                       | 213                         | -5,9                 | 1,8                   |

**Kaynak:** Jose Mari Fanelli, Roberto Frenkel and Guillermo Rozenwurcel, “Growth and Structural Reform in Latin America Where We Stand”, **Documento CEDES/57**, Buenos Aires 1990, s.75-90

Programın parasal sıkılaşma boyutu M2/GDP oranı ile takip edilebilmektedir. Programın başında bu oran yüzde 28,4 iken uygulamanın altıncı yılında yüzde 10,3 seviyesine inmiştir. Ayrıca Tablo 2.14’de tüketimin sürüklediği büyüme oranlarındaki

<sup>350</sup> Nazmi, **a.g.e.**, s.533.

<sup>351</sup> Jose Mari Fanelli, Roberto Frenkel and Guillermo Rozenwurcel, “Growth and Structural Reform in Latin America Where We Stand”, **Documento CEDES/57**, Buenos Aires 1990, s.75-90

artış ile ülkeye giren doğrudan yabancı sermaye ve portfolyo yatırımlarındaki artışların paralellik arzettiği görülmektedir.

Aşırı değerli yerli para ülkenin dış ticarete cari açıklar vermesine neden olmuş, 1978 yılında 2,6 milyar Dolarlık ticaret fazlası veren ülke, 1980 yılında 2,5 milyar dolar ticaret açığı vermiştir. İhracatın ithalatı karşılama oranı (İthalat/ihracat) iki yılda % 25'ten % 140 düzeyine çıkmıştır. 1980 ve 1981 yıllarında cari açık sırasıyla % 5,5 ve % 6,8 olarak gerçekleşmiştir. Bu oranlar programın sürdürülebileceğine dair soru işaretleri oluşmasına neden olmuş ve programa olan güven azalmaya başladıkça ülkeye giren sermaye miktarında da azalma meydana gelmiştir. 1980 yılında 6,4 milyar Dolar olan net sermaye girişi, 4 milyar dolarlık bir azalışla 1983 yılında 1,4 milyar Dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu manzara karşısında hükümet ülkeden sermaye çıkışını engellemek için kredi hacminde sıkılaştırmaya ve faiz oranlarında artışa gitmeyi denemiştir. Bu yeni politikanın yarattığı parasal sıkılaştırma Tablo 2.14'te görülmektedir. 1982 yılında M2/GSYİH oranı % 19 düzeyinde iken 1983 yılında bu oran % 11'lere çekilmiştir. Hükümetin cari açıkları mücadele etmek için uygulamaya koyduğu bu yeni politika denemesi parasal sıkılaştırma yaratırken ileride yaşanacak durgunluğun da temel nedeni olmuştur.

Bu gelişmeler kamu borç stoğunu arttırmış ve GSYİH cinsinden 1980 yılında % 4,2 olan kamu borç stoğu, 1981 yılında % 5,2 seviyesine çıkmıştır. Değerli yerli paranın yarattığı sorunları geç fark eden hükümet 1981 yılında Peso'yu % 10 oranında devalüe etmiş ancak artık çok geç kalınmıştı. Uygulanan Tablita Programı bir döviz krizi ile sonuçlanmış ve Nisan 1982'de Peso % 410 oranında değer kaybetmiştir. Bu süreçte merkez bankasının rezerv kaybı da yaklaşık % 71 kadar olmuştur.<sup>352</sup>

Arjantin'in Tablita programını ve genel olarak Arjantin'de sürdürülen istikrar programlarını kısaca özetlemek gerekirse, 1976-1982 döneminde görev yapan Arjantinli para otoritelerinin temel amaçları ekonomiyi dışa açık hale getirmek ve yüksek seyreden enflasyon oranlarını aşağı çekmektir.<sup>353</sup> Ülke bu askeri vesayet

---

<sup>352</sup> Calvo ve Vegh, **a.g.e.**, s.78

<sup>353</sup> Roque B. Fernandez, "The Expectations Management Approach to Stabilization in Argentina During 1976-1982", **World Development**, Volume 13, Issue 8, August 1985, Pages 871-892, s.1

döneminde, dış dünya ile rekabetin getireceği deflasyonist baskıların enflasyonu düşürmede yardımcı olacağı düşüncesi ile sabit döviz kuruna dayalı istikrar programı çerçevesinde çeşitli sayıda dış ticaret liberalizasyonu denemesinde bulunmuştur. Dış ticaretinde liberalleşmeye giden Arjantin, para ve kur politikalarındaki uyumsuzluk nedeniyle, her seferinde bir öncekine göre daha yüksek oranlı olmak üzere yerli parasını sayısız defalar devalüe etmek zorunda kalmıştır. Sonuçta, aynen Şili örneğinde olduğu gibi yerli üreticinin rekabet gücü zayıflamıştır. Enflasyona karşı yürütülen çabaların başarısız olması neticesinde ülkede miktar kısıtlamaları ve fiyat kontrolleri başlamıştır. Sabit döviz kuru çapasına dayanan enflasyonu aşağı çekme programı terk edilmiş ve bu da döviz kuruna duyulan güvenin çok büyük oranda sarsılmasına neden olmuştur. Sermaye kaçışları ve azalan rekabetin yarattığı cari açık sorunu artık sürdürülemez bir hal almıştır. Buna bir de döviz kuru politikası ile maliye politikası arasındaki uyumsuzluk eklenince Arjantin'in yürüttüğü istikrar programının başarısız olması kaçınılmaz olmuştur.<sup>354</sup> Olumsuz konjonktürel gelişmeler, para politikasında başarısız uygulamalar ve kamu kesiminin yanlış ve kararsız politikaları sonucu mali kesimde ve finansal kesimde kaynak dağılımı ve gelir bölüşümünde meydana gelen çarpıklıklar sürdürülen istikrar programların Arjantin'de başarısız olmasının en temel nedenleridir.<sup>355</sup> Örneğin 1975 yılında hükümetin yanlış kamu politikaları sonucu Arjantin'de bütçe açıkları GSYİH'nın % 15 kadarına ulaşmıştır.

Daha sonraki dönemlerde Arjantin için gene benzer senaryolar tekrarlanmaya devam etmiştir. Askeri yönetimden sonra göreve gelen ilk sivil başkan olan Raul Alfonsin zamanında ekonomik reformları hayata geçirme, yeni para birimi Austral'ı ve parasal programları uygulama noktasında ne kadar başarılı sonuçlar elde edilmişse de maliye politikası cephesinde bir o kadar başarısız sonuçlar elde edilmiştir. Bu başarısız politikaların Arjantin halkına faturası 1989 yılında yıllık yüzde 3000'lere varan hiperenflasyon şeklinde olmuştur.<sup>356</sup>

---

<sup>354</sup> Melo ve Dhar, **a.g.e.**, s.14

<sup>355</sup> Doğruel ve Doğruel, **Türkiye'de Enflasyonun Tarihi**, s.87-89

<sup>356</sup> Krugman, **The Return of Depression Economics**, s.39-40

#### **2.4.2.2.3. Türkiye'nin Döviz Kuru Sistemine Dayalı İstikrar Denemesi: Ocak 2000-Şubat 2001**

Türkiye enflasyondaki ataleti kırmak, yurt içi enflasyonu yurtdışındaki enflasyon oranlarına yaklaştırmak için IMF'nin de desteğini alan ve saat döviz kurunu (1 Dolar ve 0,77 Euro'dan oluşan sepet) çapa olarak seçen üç yıllık bir istikrar programını 1999 yılı sonunda uygulamaya koymuştur.<sup>357</sup> Bu bağlamda 1999 yılı Haziran ayında IMF ile yapılan görüşmelerde Yakın İzleme Anlaşması'nın bir programa bağlanması ve mali destekli bir stand-by anlaşmasına dönüştürülmesi benimsenmiş ve 2000-2002 döneminde uygulanacak makroekonomik politikaların çerçevesi IMF heyeti ile ortaklaşa çizilmiştir. Programın dayandığı nominal çapa, değeri önceden kamuoyuna duyurulan döviz kuru hedefi olarak kararlaştırılmıştır. Uygulamaya koyulan enflasyonu düşürme programı üç yıllık bir dönemi kapsayacak şekilde maliye, gelir, kur ve para politikalarının yanı sıra yapısal düzenlemeleri de içerecek şekilde tasarlanmıştı. Programın temel amacı, tüketici enflasyonunu 2000 yılı sonunda yüzde 25'e, 2001 yılı sonunda yüzde 12'ye ve 2002 yılı sonunda yüzde 7'ye indirmektir. Ayrıca istikrar programının reel faiz oranlarını makul düzeylere düşürmek, ekonominin büyüme potansiyelini arttırmak ve ekonomideki kaynakların daha etkin ve adil dağılımını sağlamak gibi yan amaçları da vardı.<sup>358</sup>

Program bir anlamda küçük ve kademeli devalüasyonlarla yılsonunda kur sepetinde toplamda % 20 lik bir değer kaybı yaratarak beklenen enflasyon oranı kadar yerli parayı değersizleştirmeye dayanıyordu.<sup>359</sup> Üçer aylık peryotlarla döviz sepetinin TL karşısında sırasıyla yüzde 2.1, 1.7, 1.3 ve 1.0 oranında değerleneceği açıklanmıştı. Kur hedefleri bir yıl önceden duyurulduğu için 2000 yılının ilk çeyreği bittiğinde 2001 yılına ait ilk çeyrek döviz kuru sepeti artış oranı da yüzde 0.9 olarak kamuoyu ile paylaşıldı. Çeyrek dönemlerin sonunda kurun ulaşacağı değerlerin yanı sıra günlük değerler de kamuoyu ile paylaşılmaktaydı. Programın başında, 18 ay sonra, yani Haziran 2001 tarihinde, döviz kuru sepetinin genişleyen bir bant içinde hareket

---

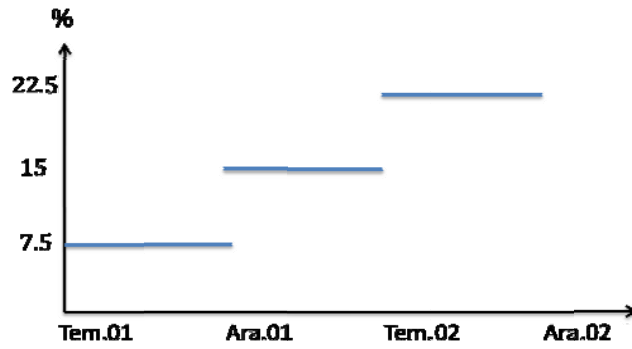
<sup>357</sup> TCMB, Yıllık Rapor 1999

<sup>358</sup> A.e.

<sup>359</sup> TCMB, Yıllık Rapor 2000, s.71

edeceği ilan edilmişti.<sup>360</sup> Açıklanan bant genişliği 2001 Temmuz-2001 Aralık için yüzde 7.5; 2002 Ocak-2002 Haziran için yüzde 15 ve 2002 Temmuz-2002 Aralık için yüzde 22.5 olarak tayin edilmişti. 2003 yılından itibaren de genişliği gittikçe artan bir bant sistemine geçilecekti.<sup>361</sup> Amaç 36 ay sonra (üç yıl) döviz kurunun tamamen serbest bırakılmasıydı.

**Şekil 2.5. Genişleyen Bant Hedefi: 2001 Haziran-2002 Aralık.**



Sabit döviz kuruna dayalı bu istikrar programı ileriki kısımlarda ayrıntılı olarak anlatılacağı için burada sadece sistemin 2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında meydana gelen şoklarla çöktüğünü ifade edelim. Şubat 2001’de Türkiye tarihindeki en derin krizlerden biri yaşandı. Özatay’a (2011) göre bu tarz destekleyici değişkenler asla birer çapa olarak istikrar amaçlı kullanılmamalı ve bunlar makroekonomik ve finansal disiplin alternatifleri olmadıkları için de Türkiye gibi derin finansal yapıya sahip olmayan ve mali disiplinden yoksun ülkelerde, bu çapaların istenilen sonuçları vermesi güçtür.<sup>362</sup>

#### **2.4.3. Nominal GSYİH Hedeflemesi**

Üçüncü bir para politikası kuralı yada fiyat istikrarı için ara rejimi olarak kullanılan hedef değişkenlerden biri de nominal GSYİH hedeflemesidir. Bu hedeflemeyi parasal hedefleme içinde de göstermek mümkündür. Zira temelinde para arzı politikasını kontrol etmek vardır. Merkez bankası kural olarak izleyen dönemde

<sup>360</sup> Özatay, **Parasal İktisat Kuram ve Politika**, s.372.

<sup>361</sup> TCMB, Yıllık Rapor 2001, s.107

<sup>362</sup> Özatay, **Parasal İktisat Kuram ve Politika**, s.372.

GSYİH'nın alacağı değeri açıklar ve hedef GSYİH değerinin toplam talepteki ve arzdaki değişmelere bağlı muhtemel etkilenme durumunu yok etmek için de para arzını bu doğrultuda kullanmaya çalışır. Para talebindeki değişiklikler, LM (Liquidity demand to Money) eğrisini sağa sola kaydırarak, talebin değişmesine yol açar. Böylece nominal GSYİH hedeflemesi ile merkez bankası para piyasasındaki istikrarsızlığın etkilerini nötürleyecek bir politika izleme şansına kavuşmuş olur. Bu sabit parasal hedefleme ile nominal GSYİH hedeflemesi arasındaki önemli bir farktır.<sup>363</sup>

Mesela merkez bankası nominal GSYİH hedefi olarak  $Y^*$  belirlemiş olsun. Bu durumda merkez bankası  $PY=Y^*$  olmasını sağlayan bir para politikası izler.<sup>364</sup>  $Y$  deki artış ve azalışlara göre para arzını ayarlamaya çalışır. Gerçekleşen nominal GSYİH hedeflenen değerin üzerine çıktığında merkez bankası para arzını kısarak talebi frenlemeye çalışır. Tersisi durumda ise para arzını arttırarak parasal genişleme yoluyla talebi canlandırmaya çalışır. Geleneksel Keynesyen iktisat kurallarını işler.

Resesyon dönemlerinde daha çok başvurulmuş bu politika maliye ve para politikası tarafından gerçekleştirilmeye çalışıldığından ortodoks bir politika özelliği taşır. Mesela 2008 Küresel Finansal Kriz'inde düşen GSYİH'yı yukarı çıkarmak için, merkez bankasının bir nominal GSYİH hedefi olmamasına rağmen, hükümet cephesinin Orta Vadeli Program'da (Tablo 2.15) GSYİH hedefleri açıklamasıyla merkez bankası da yürüttüğü enflasyon hedeflemesi rejimine zarar vermeyecek şekilde, fiyat istikrarı tedbirini elde bırakmadan, bu hedeflenen hasıla seviyesini desteklemiş ve para politikası araçlarını bu doğrultuda kullanarak bankaların daha çok kredi kullanmalarına olanak sağlamak ve tüketimi canlandırmak için zorunlu rezerv oranlarını yüzde 9'dan yüzde 6'ya indirmiş, borç verme faiz oranlarını da kademeli olarak yüzde 6,50 ler seviyesine çekmiştir. Hükümet'de hedeflenen GSYİH'yı elde etmek için dayanıklı tüketim malları, beyaz eşya ve otomotiv sektöründe vergileri aşağı çekerek canlanmaya yardımcı olmuştur.

---

<sup>363</sup> Ünsal, **a.g.e.**, s.556.

<sup>364</sup>  $PY$  gerçekleşen GSYİH'yı  $Y^*$  da hedeflenen GSYİH'yı göstermektedir.

**Tablo 2.15. Orta Vadeli Program**

|                                  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>GSYİH (milyar USD)</b>        | 730   | 780   | 847   | 913   |
| <b>Kişi Başı Gelir(USD)</b>      | 10043 | 10624 | 11405 | 12157 |
| <b>Büyüme (%)</b>                | 6,8   | 4,5   | 5     | 5,5   |
| <b>İşsizlik (%)</b>              | 12,2  | 12    | 11,7  | 11,4  |
| <b>TÜFE Yılsonu (%)</b>          | 7,5   | 5,3   | 5     | 4,9   |
| <b>Cari Denge/GSYİH(%)</b>       | -5,4  | -5,4  | -5,3  | -5,2  |
| <b>Bütçe Açığı /GSYİH(%)</b>     | -4,9  | -2,8  | -2,4  | -1,6  |
| <b>AB tanımlı borç yükü (%)</b>  | 42,3  | 40,6  | 38,8  | 36,8  |
| <b>FDD/GSYİH(Toplam Kamu, %)</b> | -0,2  | 0,3   | 0,7   | 1.0   |

**Kaynak:** Ali Babacan, Orta Vadeli Program (2010-2013), 16 Eylül 2009

Pozitif dışsal bir arz şoku çıktıyı arttırıp fiyatları aşağı çekeceğinden, nominal GSMH hedeflemesi yapmak bazı durumlarda enflasyon oranını hedeflemekten daha makul görünebilir. Farzedelim nominal GSYİH hedeflemesi yürüten bir merkez bankasının amaç fonksiyonu aşağıdaki gibi olsun:

$$G = (n - n^*)^2 + \theta(-\pi^*)^2 + \tau(y_t + p_t - y^* - p_{t-1} - \pi^*)^2 \quad (2.33)$$

$G$ , nominal GSMH hedeflemesi rejimini temsil etmekte;  $\tau$  parametresi de merkez bankasının ara hedefi tutturmak için amaç fonksiyonuna verdiği ağırlığı gösteren bir değişkendir.  $N$ ,  $y$ ,  $p$ ,  $\pi$  sırasıyla işgücü, hâsıla, fiyat düzeyi ve enflasyondur. Bunların (\*) ile gösterilen değerleri doğal hâsıla, doğal işgücü ve hedef enflasyon değerleridir. Merkez bankasının yürüttüğü GSYİH hedeflemesinin tutarlı bir para politikası olması için bankanın optimal toplumsal emek gücü yerine, doğal istihdam oranını tercih etmesi gerekir. Politik olarak merkez bankasının toplumsal çıktıyı ençoklayacak bir istihdam oranı yerine doğal istihdam oranıyla uyumlu bir GSMH hedefi koyması zor olabilir. Çünkü doğal istihdam oranı kontrol dışı bir değişken olup gözlemlenmesi imkânsızdır. Eğer merkez bankası bu istihdam oranlarını

değiştirmek zorunda kalırsa, çıktıyı değil ancak ortalama enflasyon oranını yukarıya doğru taşıma tehlikesi ortaya çıkacaktır.<sup>365</sup>

Nominal GSYİH hedeflemesinin iki farklı uygulaması vardır. Birincisi, bir hedef büyüklük seçip buna ulaşmaya çalışmak, ikincisinde bir büyüme hedefi belirleyerek bunu elde etmeye çalışmak şeklindedir. Ama genelde kastedilen büyüklük hedeflemesidir.

Enflasyon ve çıktı arasında bilinen, rasyonel, sabit ve tam bir ikame durumu söz konusu değildir. Benimsenen görüşe göre para politikası sadece nominal GSYİH'yı belirler, nominal GSHY'nın enflasyon ve çıktı arasındaki dağılımını etkileyemez. Çünkü bir geçişlilik durumu bu iki makro değişken arasında yoktur.<sup>366</sup>

Nominal büyüme hedeflemesinin analizi için, doğal-potansiyel (durağan durum dengesi) çıktı seviyesindeki büyümeyi hedeflenen bir  $\hat{g}$  sabit değerine eşit kabul edelim. Bu durumda çıktıdaki değişimi çıktı açığındaki dalgalanma yansıtacaktır.

$$g_t = \pi_t + y_t - y_{t-1} \quad (2.34)$$

(2.34) nominal hâsıladaki büyümeyi gösteren denklemdir. Buna göre nominal hasıla büyümesi hedefi rejimi altında merkez bankasının kayıp fonksiyonu aşağıdaki gibi yazılacaktır:

$$L_t = \frac{1}{2}(g_{t+r} - \hat{g})^2 \quad (2.35)$$

Buna mukabil merkez bankasının Taylor reaksiyon fonksiyonu da;

$$i_t = \bar{i} + \gamma(g_t - \hat{g}) \quad (2.36)$$

Şeklinde olacaktır. (2.34) ve (2.35) denklemlerini enflasyon hedeflemesi rejimi yürüten bir merkez bankasının kayıp fonksiyonu şeklinde yazacak olursak;

---

<sup>365</sup>Rogoff, **The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target**, s.1181-1182.

<sup>366</sup>Svensson, **Inflation Targeting as A Monetary Policy Rule**, s.26



$$L_t = \frac{1}{2}(\pi_t + y_t - y_{t-1} - \hat{g})^2 \quad (2.37)$$

$$L_t = \frac{1}{2}[(\pi_t - \hat{g})^2 + y_t^2] + \frac{1}{2}y_{t-1}^2 - y_t y_{t-1} + (\pi_t - \hat{g})\Delta y_t \quad (2.38)$$

İfadesi elde edilir. Eğer doğal büyüme oranı enflasyondaki büyüme ile eşit olursa ( $\pi_t = \hat{g}$ ), (2.37) nolu denklem bildiğimiz enflasyon hedeflemesi rejimindeki merkez bankası kayıp fonksiyonu olacaktır.

Nominal GSYİH hedeflemesi uzun süreli bir istikrar politikası olmayıp, ekonomiyi canlandırmak amaçlı genelde krizlerden çıkışta başvurulmuş bir hedefleme türüdür. Uzun vadede hiçbir merkez bankasının nominal bir GSYİH hedefi olamaz.

Bundan sonraki kısımda merkez bankasının faiz hadlerini bir ara hedef olarak seçip bunun üzerinden nihai hedefi olan fiyat istikrarını sağlama girişimi anlatılacaktır. Ancak bu politika da sabit döviz kuru ve para stoku çapası gibi merkez bankasınca tam olarak kontrol edilemediğinden çeşitli olumsuz uygulama sonuçları ortaya çıkabilmektedir.<sup>367</sup>

#### 2.4.4. Ara Hedef Olarak Nominal Faiz Oranları

Faiz oranlarının iyi bir ara hedef olması ancak siyasi iradenin tamamen dışında kalan bağımsız merkez bankaları marifetiyle mümkün olmaktadır. Faizin oynak yapısı ve dışsal faktörlerin etkisine açık olması, faizin ara hedef olarak seçilmesini güçleştirmektedir. Ayrıca ara hedef olarak nominal değerler seçildiğinden, Fischer Kuramı'ndan biliyoruz ki nominal faizler dengede olsa bile fiyatlardaki bozulmalar nedeniyle pekâlâ reel faizlerde de bir istikrarsızlık olabilmektedir.<sup>368</sup> Bu olumsuz taraflarına istinaden ve bazı ülke merkez bankaları ara hedef olarak faiz oranlarını kullanmış olsalar bile, bu rejim tipinde istenilen sonuçları elde etmek güçtür.<sup>369</sup>

Beklenen kur değişimlerine göre faiz oranları ayarlanmış olsa bile, bir ülke enflasyonla mücadele adına sıkı para programı uygularken, yurtiçi faiz oranları

<sup>367</sup> Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi**, s.7

<sup>368</sup>  $i=r+P$  olduğunu hatırlayalım (P: enflasyon, İ: nominal faiz, r: reel faiz)

<sup>369</sup> Oktar, **a.g.e.**, s.26

pekâlâ döviz kurundaki değişim oranının üstüne çıkabilir.<sup>370</sup> Çünkü rasyonel beklentiler kuramı çerçevesinde düşünüldüğü zaman, para otoritesi olan kurum sistematik olarak ortalama reel faiz oranlarını arttırıp azaltamaz, ancak enflasyon oranını aşağı çekmek için düşük bir nominal faiz oranını hedefleyebilir ve bu oranı taahhüt edebilir. Nominal faiz oranlarını ara hedef olarak taahhüt etmek uygun bir para politikası önermesi görünmemektedir.<sup>371</sup> Teorik anlatım dışında bu rejimi kullanan bir merkez bankası mevcut değildir. Çünkü hiçbir merkez bankası uzun süreli bir hedef faiz oranı belirlemek istemez. Ancak kısa vadeli hedeflemeler şeklinde kullanımı yaygındır. Geçici bir politika önermesidir.

#### **2.4.5. Enflasyon Hedeflemesi Rejimi (Inflation Targeting Regime)**

Yukarıda anlatılan ara hedeflerle fiyat istikrarına ulaşma gayretlerine karşın, son yıllarda geliştirilen enflasyon hedeflemesi rejimi (EHR), bir ara hedefe ihtiyaç duymadan, nominal bir çapa ataması yapılmadan, enflasyonun bizzat kendisinin ara hedef olarak seçilmesine dayanan bir fiyat istikrarı politikasıdır. Bir diğer deyişle, enflasyon hedeflemesi rejimi, merkez bankası tarafından hedeflenen enflasyon oranının anons edilerek, MB araçlarının buna göre kullanılmasıdır. Bu rejimi diğerlerinden ayıran en önemli özellik ayrıca bir ara hedef ataması yapılmasına gerek duyulmamasıdır.<sup>372</sup> Yine bu rejimde de, enflasyonda beklenen(expected) ve hedeflenen(targetted) değerler arasındaki sapmaya göre para politikası enstrümanları para otoritesince kullanılmaktadır.<sup>373</sup>

Parasal büyüklüklerin ya da döviz kurunun hedeflendiği rejimlerin tersine enflasyon hedeflemesi rejimi bir ara hedef belirlememektedir. Hedeflenen sadece enflasyon oranıdır. Merkez bankaları da kamuoyuna verdikleri hedefi tutma noktasında kendilerini bağlamış ve hedefe ulaşamaması durumunda da hükümete ve kamuoyuna hesap vermekle yükümlüdürler.<sup>374</sup>

<sup>370</sup> Fischer, **Maintaining Price Stability**, s.37

<sup>371</sup> Rogoff, **The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target**, s.1186

<sup>372</sup> Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi**, s.7-8

<sup>373</sup> Bennett T. McCallum, “Inflation: Theory and Evidence,” in B. Friedman and F. Hahn (eds.), **Handbook of Monetary Economics**, Vol. II, Amsterdam: North-Holland, 1990, ss. 963–1012.

<sup>374</sup> TCMB, enflasyon hedeflemesi, a.e.

Svensson'a (1999) göre EHR rejimi merkez bankası kayıp fonksiyonunun minimum kılınmasıdır. Buna göre EHR, merkez bankası kayıp fonksiyonundaki değişkenlerle (hedef değerlerle) ve bu değişkenlere verilen göreceli ağırlıklarla tanımlanmaktadır.<sup>375</sup>

Heean ve diğerleri (2006) enflasyon hedeflemesini şu üç kriteri sayarak tanımlamaktadır:

a-Enflasyon hedefi, toplumda var olan beklentileri yönlendirebilmeli ve kontrol altında tutacak güce sahip olmalıdır. Başarılı bir enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının orta vadede düşük enflasyona kavuşulacağına dair verdiği sözü yerine getireceğine dair toplumun çoğunluğu inandırmalı ve hedeflenen değer kolayca anlaşılır şekilde olmalıdır.<sup>376</sup>

b- İyi tasarlanmış bir enflasyon hedeflemesi kolayca gözlemlenen, sıklıkla güncellenen bir endekse ifade edilmeli ki bu durum merkez bankasının şeffaf, hesapverebilir ve güvenilir özelliklerine referans teşkil edebilsin. Genelde merkez bankasının referans aldığı endeks farklı bir kurum tarafından hesaplanmaktadır.

c- Enflasyon hedefi, merkez bankasının nihai amacı olan fiyat istikrarı hedefi ile uyumlu olmalıdır.<sup>377</sup>

Enflasyon hedeflemesi esnek bir rejim türü olduğu için tartışmaya açık uygulamaları çoktur.<sup>378</sup> Bu yüzden de en doğru EHR tipi şu şekildedir demek mümkün olmadığı için de iktisat yazınında enflasyon hedeflemesi rejiminin ülke deneyimleri üzerine yapılmış çok sayıda çalışma ve analiz mevcuttur.<sup>379</sup>

---

<sup>375</sup> Carl E. Walsh, **Monetary Theory and Policy**, Second Ed., MIT Press, 2003, s.541

<sup>376</sup> Merkez Bankası toplumdaki enflasyonist beklentileri ölçmek için ayda iki kere çeşitli kesimlerle enflasyon beklenti anketi yapmaktadır. Aralık 2011 başı itibarı ile Aralık 2013 için öngörülen enflasyon beklentisi toplumda yüzde 7'dir. Yani bireyler tükettikleri mallara gelecek 12 ayda yüzde 7 zaman geleceğini düşünmekteler. Firmalar da yüzde 7 daha maliyetli ürünler üreteceklerini ve zam oranını buna göre ayarlayacaklarını düşünmekteler.

<sup>377</sup> Kara ve Orak, **a.g.e.**, s.8.

<sup>378</sup> Bu çalışmalardan bazıları şunlardır: Bernanke and Mishkin (1997); Svensson 1997a, 1997b, 1997d, 1999b, 1999c, 1999d; Svensson and Woodford (1999)

<sup>379</sup> Bkz. Ammer and Freeman (1995); Bernanke, Laubach, Mishkin, and Posen (1998); Mishkin and Schmidt-Hebbel (2001); Amato and Gerlach (2002); Leiderman and Svensson (1995).

Enflasyon hedeflemesi rejimi yaklaşık yirmi yıl önce Yeni Zelanda'nın ve Şili'nin enflasyonun bizzat kendisini hedef alan para politikalarını kamuoyuna duyurmaları ile başlamıştır.<sup>380</sup> O tarihten sonra gelişmiş ve gelişmekte olan çok sayıda ülke tarafından bu rejim kullanılmıştır.

Bretton Woods Sistemi'nin çözülmeye başlandığı 1970'lerden sonra gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde enflasyonist sürecin yayılmaya başladığını görmekteyiz. 1973'den sonraki süreçte ülkeler fiyat istikrarı adına döviz kurları, para arzı gibi hatta nominal hasıla gibi hedeflemelerle fiyatlarda istikrar arayışı peşine düştüler. Bu bağlamda istikrar adına keşfedilen bir para politikası önermesi de enflasyon hedeflemesi olmuştur.

Fiyat istikrarı için ilk önce döviz kuru gibi anlaşılır hedefler seçilmişti. Özellikle 1980'li yıllarda yapılan dış liberalizasyonlarla döviz kuru rejimleri para politikalarına ilintilenmiş ve kura dayalı politikalarla fiyatlarda istikrar sağlanmaya çalışılmıştır. Ancak bu politikanın sık sık krizlerle sonuçlanması merkez bankalarını yeni arayışlara itmiş ve uzun dönemde para politikasının işleyebilmesi için çözüm olarak serbest kur politikası ve enflasyon hedeflemesi rejimi önerilmiştir.<sup>381</sup>

Yeni Zelanda'nın başarılı deneyimi sonrasında ve özellikle 1990'dan sonra pek çok ülke tarafından bu rejimin kullanıldığını görmekteyiz. “Enflasyonun geleceğe yönelik olarak belirli bir zaman döneminde bir nokta yada band şeklinde ilan edilerek bu seviyenin gerçekleştirilmesi ve sürdürülmesine yönelik para politikası yaklaşımı” olarak tanımlayabileceğimiz bu yaklaşım, 1970-1990 yılları arasında ülkelerin fiyat istikrarını gerçekleştirme konusunda yeterli başarıyı sağlayamamaları sonucunda ortaya çıkmıştır.<sup>382</sup> 1990 yılından sonra bu politikayı aralarında İngiltere, Kanada, Yeni Zelanda, İsveç Avustralya, Finlandiya, İspanya ve İsrail gibi gelişmiş ülkeler ile Güney Kore, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin bulunduğu pek çok sayıda ülke kullanılmıştır. Uygulamanın yapıldığı ülkelerde genellikle başarılı sonuçlar elde edilmiştir.

---

<sup>380</sup> Mishkin ve Schmidt-Hebbel, **a.g.e.**, s.1

<sup>381</sup> Taylor, **Discretion versus policy rules in Practice**, s.202

<sup>382</sup> Öztürk, **a.g.e.**, s.1

1986'da ilk defa Yeni Zelanda'da daha sonra birçok ülkede ve 2002-2005 arasında örtük olmak üzere 2006 yılından bu yana da açık şekilde Türkiye'de uygulanan enflasyon hedeflemesi rejiminde fiyat istikrarı enflasyon tahminleri üzerinden yürütülmektedir. Dövi kuru yada para stoğu gibi ara değişkenlerin kontrol edilmesi uygulaması terk edilmiştir.

Bu politikada merkez bankası bir nokta yada aralık hedefi tayin etmekte; diğer bütün ara hedefler ve para politikası araçları bu hedefe endekslenmektedir.<sup>383</sup> Birçok merkez bankası nokta hedeften ziyade bir aralık hedefi koymayı tercih etmektedirler.<sup>384</sup> Yüzde 2-3 gibi bir aralıkta hedefi açıklamaktadırlar. Çünkü petrol fiyatları ve uluslararası likidite koşulları gibi öngörülmeleyen şoklar düşünüldüğünde, para politikasının enflasyonu nokta hedef olarak belirleyebilmesi ve bunu sağlamaya çalışması belirsizlikler söz konusu olduğu için oldukça zordur. Bu yüzden de enflasyonun nokta hedefle birebir aynı olma olasılığı son derece düşük kalmaktadır. İşte bu nedenle, öngörüler de nokta tahminden ziyade aralık olarak sunulmaktadır<sup>385</sup>.

Aralık seçimi daha çok inandırıcı ve güvenilir bulunduğundan tercih edilirken aralık boyunun geniş olması da yine güvenilirlik ve inandırıcılık adına kamuoyunu enflasyon beklentisi açısından olumsuz etkilemektedir. Bu yüzden de nokta hedef inandırıcılık için bazı ülkelerce kullanılmaktadır. Fakat son zamanlarda enflasyon hedefleri bir olasılık dahilinde açıklanmakta ve alt-üst değerler verilerek yüzde kaç olasılıkla nokta hedefin tutturulacağı da ifade edilmektedir. Örneğin 2011 yılının ilk enflasyon raporunda TCMB Başkanı Durmuş Yılmaz, hedeflenen enflasyon için aynen şu cümleyi kullanmıştır: ” Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2011 yılı sonunda orta noktası yüzde 5,9 olmak üzere yüzde 4,5 ile yüzde 7,3 aralığında, 2012 yılı sonunda ise orta noktası yüzde 5,1 olmak üzere yüzde 3,3 ile 6,9 aralığında gerçekleşeceğini tahmin etmekteyiz. Enflasyonun orta vadede ise yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağını öngörmekteyiz”.<sup>386</sup>

---

<sup>383</sup> Çağlar, **a.g.e.**, s.154

<sup>384</sup> Bernanke and Mishkin, **a.g.e.**, s.2

<sup>385</sup> TCMB Enflasyon Raporu 2006-I, s.56

<sup>386</sup> TCMB, 2011 Ocak Enflasyon Raporu Basın Toplantısı, s.17

Nokta hedef ile aralık hedefi arasındaki temel bir diğer fark da, aralık hedefinde merkez bankasının esnek para politikası uygulama şansının yüksek olması ve bu sayede, çalışmanın ileriki kısmında açıklanacağı gibi, “kurala” (rule) göre politika üretirken aynı zamanda “duruma” (discretion) göre kararlar almasının da mümkün olmasıdır.<sup>387</sup>

EHR sisteminde kısa vadeli faizler politika aracı olarak kullanılırken; bu faizin hareket ettiği faiz koridoru da merkez bankaları açısından esnek politika uygulamaları açısından avantaj teşkil etmektedir. Merkez bankasının gecelik vadede borç verme faizi ile borç alma faizi arasındaki fark olarak ifade edilen faiz koridoru<sup>388</sup> günümüzde, özellikle küresel krizle birlikte, birçok merkez bankası tarafından modern para politikası yaklaşımı çerçevesinde ilave bir politika aracı olarak değerlendirilmektedir. Bu koridorun üst sınırını ticari bankalara borç verme faiz oranı<sup>389</sup>, alt sınırını da bankalardan borç alma faiz oranı oluşturmaktadır. Merkez bankaları bu sınırları belirleyerek bir anlamda piyasa faiz oranlarını da bu koridor içinde hareket etmeye zorlamaktadır. Çünkü fon fazlası olan A bankası merkez bankasının vereceği faizden daha düşük bir oranda gidip parasını B bankasına yatırmaz.<sup>390</sup> Yani koridorun alt limitinin altına düşmez. Aynı şekilde fon ihtiyacı olan B bankası da gidip merkez bankası yerine daha yüksek bir borçlanma faiz oranı ile A bankasından borçlanmaz. Yani koridorun üst limitinin üstüne çıkmaz. Bu da faizlerin koridora hapsedilmesi anlamına gelmektedir. Kasım 2010’dan itibaren TCMB bir dizi kararla bu koridoru genişletmiş ve geniş tutulan bu koridorda piyasa oyuncularına esnek hareket etme şansı tanımıştır. 2011 Mayıs ayı itibari ile borç verme faizi yüzde 9, borç alma faizi de yüzde 1.5 düzeyindedir.  $I_p$  piyasa faizi,  $I_A$

---

<sup>387</sup> Alina Carare, et.al., “Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting”, **IMF Working Paper**, WP/ 02/102, 2002, s.28

<sup>388</sup> Fatih Özatay, “Merkez Bankasının Faiz Aracı Etkisizleşiyor mu?”, **Radikal Gazetesi**, 07.09.2011

<sup>389</sup> Merkez bankasının borç verme faiz oranı, geçici likidite sıkışıklığına düşen bir bankanın merkez bankasından aldığı borç karşılığında ödemeyi taahhüt ettiği faiz orandır. Borç alma faiz oranı da likidite fazlası olan bankanın bu fazla fonu merkez bankasına mevduat şeklinde vererek karşılığında kendisine verilmesini kabul ettiği faiz oranıdır. Yani borç verme faiz oranı borç alma faiz oranından yüksek çıkmalıdır.

<sup>390</sup> Fatih Özatay, “Nasıl Oluyor da Oluyor? Para Politikası (3)”, **Dünya Gazetesi**, 11 Mayıs 2011

koridor alt faiz oranı ve  $\dot{I}_U$  koridor üst faiz oranı olmak üzere, piyasa faiz oranı alt ve üst limitler arasında olmak zorundadır ( $\dot{I}_A < \dot{I}_P < \dot{I}_U$ ).

Piyasa faiz oranı koridorun en uygun yerinde olacak şekilde belirlenmelidir. EHR uygulayan bir MB fiyat istikrarı için faizlerin belli bir değeri almasını ister. Bu hedef faiz daha öncede vurgulandığı gibi Türkiye’de haftalık repo faiz oranı olup, Mayıs 2011 itibari ile bu oran yüzde 6.25’dir. Piyasa faizini bu değere yakınlaştırmak ya da gerektiğinde uzaklaştırmak için MB likidite yönetimini iyi ayarlamak zorundadır.

Bu rejimde enflasyon hedeflemesi merkez bankaları için bağlayıcı bir taahhüttür. Beklenen enflasyon oranının belli bir zaman dilimi içinde (hedef ufku) hedeflenen enflasyon oranına yakınsayacağı bir nokta yada aralık hedefi kamuoyuna taahhüt edilir.<sup>391</sup> Bu taahhüt merkez bankasınca, hükümetçe yada ikisinin ortak hedefi olarak ilan edilebilir.<sup>392</sup> Enflasyon hedeflemesi uygulayan bazı ülkelerde enflasyonu kimin ilan ettiğine dair bilgi Tablo 2.16’da yer almaktadır.

**Tablo 2.16. Enflasyon Hedefinin İlan Edilmesi**

| <b>Enflasyon Hedefini İlan eden Mercii</b>                     | <b>Ülke</b>                                                                       |
|----------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| Enflasyon Hedefinin Hükümet Tarafından İlanı                   | Brezilya, İzlanda, Norveç, İngiltere                                              |
| Enflasyon Hedefinin Merkez Bankası Tarafından İlanı            | İsrail, İspanya, Şili, Tayland, Kolombiya, Finlandiya, Meksika, Polonya, İsveç,   |
| Enflasyon Hedefinin Hedefin Hükümet Ve Merkez Bankasınca İlanı | Avustralya, Kanada, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Kore, Yeni Zelanda, Güney Afrika |

**Kaynak:** Alina Carare, et.al., “Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting”, **IMF Working Paper**, No.102, 2002, s.24

<sup>391</sup> Bernanke ve Mishkin, **a.g.e.**, s.1.

<sup>392</sup> Carare, et.al, **a.g.e.**, s.24

Akademik dünyada enflasyon hedeflemesi rejimini tanımlayan çok sayıda farklı bakış açısı bulunsa da uygulamalarda enflasyon hedeflemesini diğer istikrar rejimlerinden ayıran beş temel unsurun ön plana çıktığı görülmektedir.<sup>393</sup>

- i. Bir ya da daha fazla dönem için rakamsal enflasyon hedeflerinin ilan edilmesi,
- ii. Fiyat istikrarına ve bu doğrultuda ilan edilen hedeflere ulaşılma konusunda açık bir taahhüt içeriyor olması,
- iii. Enflasyon tahminlerine önemli bir rol atfeden ve aynı zamanda da "enflasyon tahmini hedeflemesi" olarak adlandırılan bir para politikası stratejisinin izlenmesi,
- iv. Para politikası araçlarına ilişkin kararlar alınırken, yalnızca parasal büyüklükler ya da döviz kuru gibi değişkenlerin değil, gelecek dönem enflasyonunu etkileyebilecek her türlü bilginin dikkate alınması,
- v. Para politikası uygulamaları çerçevesinde kamuoyu ve piyasalarla iletişimde şeffaflığın esas alınması ve merkez bankasının hedeflerine ulaşması bağlamında hesap verebilirlik yolunun açık olmasıdır.

Tüm dünyada enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerde merkez bankalarının iletişim politikası basit bir Yeni Keynesçi Modele dayanmaktadır.<sup>394</sup> Para politikasının iletişimini oldukça basitleştiren bu modeller merkez bankasının tek bir ana amaç (enflasyon) ve tek bir araç (kısa vadeli faiz) çerçevesinde hareket etmesini öngörerek, açık ve şeffaf bir çerçevede iletişimin sağlanmasını amaçlamaktadır.<sup>395</sup> EHR’ni uygulayan merkez bankasının temel politika aracı kısa vadeli faiz oranlarıdır.<sup>396</sup> Türkiye’de bu politika faiz oranı, merkez bankasının bir haftalık borç verme faizi olan repo faizleridir.

---

<sup>393</sup> TCMB, “Sık Sorulan Sorular”, (Çevrimiçi), <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/sss.php>, Erişim: 06.03.2011.

<sup>394</sup> Clarida, R., J. Gali ve M. Gertler. 1999. The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. *Journal of Economic Literature* Vol. 37, Aralık 1999, s. 1661–1707.

<sup>395</sup> Başçı ve Kara, **a.g.e.**, s.3-4

<sup>396</sup> Merkez bankası 2002 yılından itibaren kısa vadeli faiz oranları politikasını gelecek dönem enflasyonuna ilişkin unsurları göz önünde bulundurarak belirlemeye başlamıştır (TCMB yıllık rapor 2003, s.76).



Merkez bankaları enflasyon hedeflerini ya faiz oranlarını ya da para arzlarını kontrol ederek sağlamaya çalışmaktadırlar. Ekonominin yatırım ve tasarruf (IS) tarafı istikrarsızsa, yani GSYİH'daki dalgalanma fazlaysa, merkez bankası faiz oranlarını kontrol etmeyi tercih eder; ekonominin para arz ve talebi (LM) tarafı, istikrarsızsa merkez bankası para arzını kontrol etmeyi tercih ederek enflasyon hedefini gerçekleştirmeye çalışır.

Diğer birçok ülkede olduğu gibi Türkiye'de de merkez bankası rakamsal bir enflasyon hedefi belirleyerek buna ulaşma noktasında kendini bağlamakta ve ulaşamaması durumunda ise hem hükümete hem de kamuoyuna hesap vermekle kendisini sorumlu tutmaktadır.

Merkez bankalarının politika uygulamaları genelde parasal büyüklük gibi bir miktar değişkeni ya da döviz kuru ve faiz gibi bir fiyat değişkeninden oluşmaktadır. Merkez bankalarının bu politika uygulama sonuçları en açık şekilde merkez bankası bilançosunda görülmektedir. Şeffaflığın önemi de özellikle merkez bankası bilançolarında ortaya çıkmaktadır. Çünkü merkez bankasının izlediği para politikası uygulamalarının sonuçları en çabuk ve net şekilde merkez bankası bilançosunda görülebilmektedir. Bundan dolayı da kamuoyu açısından merkez bankasının bilanço şeffaflığı önem arz etmektedir.<sup>397</sup>

Enflasyon hedeflemesi rejiminde tüketici beklentilerinin iyi yönetilmesi önem arz etmektedir. Çünkü yüksek enflasyon ortamında yaşayan insanlar gelecek enflasyon beklentilerini geçmişe bakarak oluşturmayı tercih ederler. Bu da enflasyonun kendi kendini doğurmasına (atalete) ve süreklilik kazanmasına sebep olmaktadır. İnsanların sadece geçmiş enflasyon oranlarına bakarak ileri tarihli beklentiler oluşturmalarına alternatif olarak merkez bankası referans bir hedef enflasyon oranını anons ederek, beklentileri yönlendirmeye çalışmaktadır. Merkez bankası etkin iletişimle toplumun uygulanan politikalara güvenmesini sağlamaktadır. Ancak merkez bankasının kontrolünde olmayan arz şokları, hedeflenen enflasyon oranlarında sapmalara yol açabilmektedir. Bu durumda banka kamuoyuna hem

---

<sup>397</sup> Erçel, *Türkiye'de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri*, 1996.

revize edilmiş yeni bir hedef sunar hem de arz şoklarının etki süresi ve nedeni hakkında ayrıntılı bilgi vererek kamuoyunun güvenini kazanır ve esnek bir para politikası izleme şansını yakalamış olur.

Örtük enflasyon hedeflemesi, merkez bankalarının kamuoyuna resmi olarak bir hedef değer taahhüdünde bulunmadan kendi içinde enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamasıdır. EHR’ni açıktan ilan eden ülkelerle örtük olarak bu hedeflemeyi uygulayan ülkeler arasında çeşitli farklılıklar vardır. Taylor Kuralı kullanılarak yapılan ampirik çalışmalarda, nominal kısa vadeli faiz oranları ayarlamalarına bakılarak, enflasyon hedeflemesi rejimini açıktan anons ederek uygulayan merkez bankalarının enflasyona verdiği ağırlığın, enflasyon hedefini örtük olarak yürüten ve bu yönde bir hedefleme taahhüdünde bulunmayan merkez bankalarının enflasyona verdiği ağırlıktan daha fazla olduğu ortaya çıkmaktadır.<sup>398</sup>

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde enflasyonun kontrol altına alınması açısından mali ve finansal istikrar önem arz etmektedir. Çünkü enflasyon hedeflemesi, hükümetleri enflasyonu düşük tutmaya zorlarken mali ve finansal reformlarla enflasyon hedefinin tutmasına yardımcı olmaya sevk etmektedir.<sup>399</sup> Bütün bunlara rağmen enflasyon hedeflemesi rejimi kesinlikle mali ve finansal alanlarda reformlar olacağını garanti etmemektedir. Eğer enflasyon hedeflemesi sürdürülebilir bir olgu halini alacaksa o zaman enflasyon hedeflemesi rejimi açısından önem arzeden bazı reformların hayata geçirilmesi şart olmaktadır.<sup>400</sup>

IMF programlarını yürüten gelişmekte olan ülkeler açısından bir diğer önemli konu da EHR’nin kendine has uygulama yönteminden dolayı ortodoks IMF programları ile örtüşmüyor olmasıdır. Çünkü en başta EHR, ancak bağımsız bir merkez bankası tarafından yürütülebilmektedir. Oysa IMF programlarında “şartlı bir destek”

---

<sup>398</sup> Johua Aizenman, Michael Hutchison ve Ian Noy, “Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets”, **World Development**, 2010, s.5.

<sup>399</sup> Frederic S. Mishkin , “Can Inflation Targeting Work In Emerging Market Countries? “ **NBER Working Paper**, No.10646, Temmuz 2004, s.11.

<sup>400</sup> A.e,

vardır.<sup>401</sup> Bu programlarda amaç enflasyondan ziyade IMF'nin koyduğu programı belirlenen takvim içinde harfiyen yerine getirmektir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçmeden önce, bu para politikasını uygulayan 22 ülke örneğini inceleyerek bir çerçeve oluşturmuştur. Türkiye'ye özgü oluşturulan enflasyon hedeflemesi rejiminde;

(1) Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) toplum tarafından kolaca takip edilip günlük yaşam maliyetlerini ölçtüğü için enflasyon hedefi olarak seçilmiştir.

(2) Enflasyon hedefinin kolay anlaşılması, enflasyonist beklentilerin kolayca yönlendirilmesi için iletişime önem verilmiştir.

(3) Enflasyon oranları, hükümetle ortak olarak belirlenen nokta hedefler olarak tayin edilmiştir.

(4) 2006 yılından itibaren diğer makroekonomik değişkenlerle uyumlu olarak enflasyon için 3 yıllık bir hedef patika oluşturulmasına karar verilmiş ve bu patika içinde yer alan nokta hedefin üstünde ve altında 2 puanlık bir “belirsizlik aralığı” oluşturulmasına karar verilmiştir.<sup>402</sup>

Güncel enflasyon tahminleri ise, üç ayda bir yayımlanan ve para politikasının temel iletişim aracı olan Enflasyon Raporu aracılığı ile kamuoyuna duyurulmaktadır. Ayrıca Rapor'da, enflasyonu etkileyen unsurların genel değerlendirmesi eşliğinde gelecekte uygulanabilecek faiz politikasına ilişkin rakam içermeyen ancak nitel olarak tanımlanan sinyaller de verilmektedir.

---

<sup>401</sup> Norman Loayza ve Raimundo Soto, “Inflation Targeting: An Overview”, **Central Bank of Chile**, 2002, s.10

<sup>402</sup> TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi**, s.2

**Tablo 2.17. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Enflasyon Hedefleri**

| YILLAR | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--------|------|------|------|------|------|------|
| HEDEF* | 5%   | 4%   | 4%   | 7.5% | 6.5% | 5.5% |

\*2009, 2010 ve 2011 hedefleri merkez bankasının 2008 yılında hükümete sunduğu enflasyon raporundan derlenmiştir.

**Kaynak:** TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi**, s.2.

Enflasyon hedeflemesi rejimini ilk uygulayan ülke 1989 yılında Yeni Zelanda olup, Türkiye'nin de 2006 yılında dâhil olması ile enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülke sayısı 23 olmuştur. Enflasyon hedeflerini bazı ülkelerde sadece merkez bankaları yada hükümet belirlerken, birçoğunda hükümet ve merkez bankası ortaklaşa bir hedef belirlemektedir.

#### **2.4.5.1. Nokta Hedefi Ya da Bant Hedefi**

Dünyada enflasyon hedeflemesinde merkez bankaları, TÜFE yada çekirdek enflasyonu<sup>403</sup> hedef enflasyon olarak seçmektedirler. Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkeler ya bir nokta enflasyon hedefi ataması yaparlar ya da bir band aralığında hedefi tahmin ederler. Bunların yanı sıra, EHR'ni enflasyonun maksimum üst bir limitin altında kalmak koşuluyla alt sınır tayin etmeden uygulayan merkez bankaları da vardır. Mesela Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) öngördüğü enflasyon tahmini, TÜFE genel endeksinin yıllık artış oranının maksimum % 2 olmasıdır. Diğer farklı hedef seçimleri ve ülkelerin bu konudaki endeks tercihleri Tablo 2.18.'de gösterilmektedir.

Hükümet ya da merkez bankaları enflasyon hedeflerini nokta hedef, bant hedef ya da “üst sınır” olarak belirleyebilmektedir. Üst sınırı hedef seçen tek ülke Slovakya iken, “bant hedefi” seçen ülkeler Avusturalya, Filipinler, G.Afrika, İsrail, Kanada, Şili, Tayland, Yeni Zelandadır. “Nokta hedef” belirleyen ülkeler ise Türkiye, Çek Cumhuriyeti, Romanya, Polonya, Peru, Norveç, İzlanda, İsveç, İngiltere, Endonezya, Meksika, Macaristan, Brezilya'dır.

<sup>403</sup> Kore ve Tayland Çekirdek enflasyon hedeflerken, Türkiye'nin de içinde bulunduğu geniş bir ülke topluluğu TÜFE genel endeksini hedeflemektedir.

Nokta hedef yada bant hedef seçilmesi ülkenin içinde bulunduğu enflasyonun düzeyi ile yakından alakalıdır. Çok yüksek bir enflasyon düzeyinden düşük bir düzeye inmek isteyen ülkeler bant hedefi tercih ederken; nokta hedef enflasyon tahmini nispeten düşük enflasyon sorunu yaşayan ülkelere tercih edilmektedir. Uygulamada, genellikle programın başında bant hedefi tercih edilirken, ilerleyen süreçte enflasyon ılıman aralıklara indiği zaman nokta hedefe geçilmektedir.<sup>404</sup>

Optimal enflasyon hedeflemesi için öngörülen bir nokta hedef yada bant aralığı olmamakla beraber, seçilecek tahmini enflasyon oranı ülkenin iç dinamiklerine, geçmiş deneyimlere, eldeki bilgilere ve diğer makroekonomik göstergelere bakılarak tespit edilir. Stanley Fischer gibi bazı iktisatçılara göre hedef enflasyon için oran 1-3 bandı olarak belirlenmelidir.<sup>405</sup> Çünkü tarımsal ürün fiyatları, enerji fiyatları ve esnekliği düşük olan mal grupları ile dolaylı vergiler ve dış ticaret hadlerindeki değişimlerin yaratacağı arz şokları karşısında merkez bankası kontrol dışı kalabilir ve böylece hedef olarak seçilen nokta endeks bu alanlardaki değişimleri tam anlamıyla yansıtmayabilir. Bu yüzden enflasyon hedeflemesinde tek rakamın değil de bant aralığının seçilmesi merkez bankasına beklenmeyen şoklar karşısında esnek hareket etmesine olanak sağlamaktadır.<sup>406</sup>

---

<sup>404</sup> Guy Debelle, “Inflation Targeting in Practice,” **Occasional Papers**, No 23, The South East Asian Central Banks Research and Training Centre Kuala Lumpur, Malaysia, 1997, s.5-9

<sup>405</sup> Fischer, **Maintaining Price Stability**, s.35.

<sup>406</sup> Karasoy, Saygılı ve Yalçın, **a.g.e.**, s. 16

**Tablo 2.18. Enflasyon Hedeflemesi parametreleri**

| Ülke             | Hedef Ufku       | Seçilen Endeks  | Nokta Hedef(%) | Bant Aralığı(%) |
|------------------|------------------|-----------------|----------------|-----------------|
| Avusturalya      | Konjonktürel     | TÜFE            | Yok            | 2-3             |
| Brezilya         | Yıllık/Çoklu-Yıl | TÜFE (En Genel) | 4,5            | +/-2,0          |
| Kanada           | Belirsiz         | TÜFE            | 2,0            | +/-1,0          |
| Şili             | Belirsiz         | TÜFE            | 3,0            | +/-1,0          |
| Çek Cumhuriyeti  | Yıllık/Çoklu-Yıl | TÜFE            | 3,0            | +/-1,0          |
| Euro Bölgesi     | Dönemlik         | HICP*           | Yok            | <2,0            |
| İsrail           | Belirsiz         | TÜFE            | Yok            | 1-3             |
| Yeni Zelanda     | Konjonktürel     | TÜFE            | Yok            | 1-3             |
| Polonya          | Belirsiz         | TÜFE            | 2,5            | +/-1,0          |
| İsveç            | Belirsiz         | Çekirdek TÜFE   | 2,0            | +/-1,0          |
| Türkiye          | Yıllık           | TÜFE            | 7,5            | +/-2,0          |
| Birleşik Krallık | Belirsiz         | TÜF             | 2,0            | +/-1,0          |

\*: Euro bölgesindeki enflasyonların harmanlanmasıyla ortaya çıkarılan bir endeks değeridir.  
**Kaynak:** Jane Sneddon Little ve Teresa Foy Romano, “ Inflation Targeting-Central Bank Practice Overseas”, **Federal Reserve Bank of Boston Public Policy Briefs**, No. 08-1, January 26 2009, s.24

Bant aralığının geniş yada dar olması enflasyonist beklentileri yönetmek açısından büyük önem arz etmektedir. Seçilen bandın dar yada geniş olması merkez bankasının katı yada ya da esnek bir enflasyon hedeflemesi uygulayacağı konusunda kamuoyuna fikir vereceğinden bu aralık dikkatli seçilmelidir. Hedef olarak dar bir bandı seçen merkez bankası, fiyat istikrarından asla taviz vermeyeceğini, tüm politika araçlarını enflasyonu aşağı çekmek için kullanacağını üstü kapalı olarak ifade etmektedir. Geniş bir bant hedefi seçen merkez bankası ise, enflasyon olgusuna GSYİH büyümesi ile beraber önem verileceğini ve duruma göre politika yürüteceğini ima etmektedir. Ancak dar bant her zaman sıkıntılıdır. Zira dönem sonunda gerçekleşen enflasyon bant dışında kalırsa merkez bankası güvenilirlik kaybına uğrayacaktır.<sup>407</sup>

Sonuç olarak, rakamsal hedefleme ile sürekli başarı uzun vadede mümkün olmazken, ilk rakamsal hedefi uygulayan Amerika Merkez Bankası (FED) bile 1914 yılında verdiği rakamsal taahhüdü 1970’lerde değiştirmek zorunda kalmıştır. Taahhütlerle yaşamak merkez bankaları için uzun vadede mümkün olmamaktadır. Benzer durum para kurulu ve döviz çapası politikaları için de geçerlidir. Para kurulu

<sup>407</sup> Debelle, a.g.e., s.12-13.

sistemi Arjantin’de ancak 10 yıl sürdürülebilmiştir.<sup>408</sup> Türkiye’de önceden açıklanmış döviz kuru düzeyine dayalı para politikası uygulaması ise sadece 13 ay ayakta kalabilmiştir.

#### **2.4.5.2. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminde Enflasyon Yerine “Enflasyon Tahmininin” Hedeflenmesi**

EHR politikasının en önemli avantajı, para arzı artışı hedeflemesi yada döviz kuru çapasına dayanan politikalarda olduğu gibi temel amaçla ilişki içinde olan bir değişkende meydana gelebilecek beklenmeyen bir şokun para politikasına istikrarsızlık olarak yansımalarının kolay olmamasıdır. EHR bu tarz sürpriz istikrarsızlıklardan nisbi olarak uzaktır.

Enflasyon hedeflemesi rejiminde enflasyonun para politikasındaki değişmelere bir dönem gecikmeli olarak cevap vermesi bir sorun olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu uzun gecikmelerden kaynaklanan problemler için çeşitli çözüm yolları önerilse de bunlar arasında daha çok tercih edileni, enflasyon tahminlemesinde enflasyonun bizzat kendisine dayalı politikalar yapmak yerine, “enflasyonun tahmini” değerini kullanmaktır. Bir diğer deyişle; politika ve enflasyon oranı arasındaki bu gecikmeli soruna çözüm olarak önerilen metot, merkez bankasının enflasyonu hedeflemesi yerine enflasyon tahminini hedefleyerek para politikası araçlarını kullanmasıdır. Çünkü cari dönem enflasyon oranı gelecek dönem fiili enflasyon oranına göre tüm bilgileri içinde barındıran ve gözlemlenebilen bir değişkendir.

Uygulamada merkez bankasının enflasyon tahminini en az üç farklı yolla gerçekleştirebileceği ifade edilmektedir. Birincisi, merkez bankasının özel sektör tahmincilerinin tahminlerini hedeflemesidir. Böylece özel sektör enflasyon hedefi merkez bankasının tahmin ettiği hedefin üstüne çıkarsa merkez bankası faizleri yükselterek; aksi durumda da faizleri düşürerek cevap verme şansına sahip

---

<sup>408</sup> Para kurulu sistemi problematik bir rejim olmasına rağmen, ülkedeki enflasyon psikolojisini yok etmenin bazen tek çaresi olabiliyor. Arjantin’de para kuruluna geçilmesinin en büyük nedeni stabilizasyon programları için daha önce denenmiş zayıf taahüt mekanizmalarının çalışmamasıdır. Bu yüzden de para kurulu ülkedeki enflasyonu kontrol altına almak için çok güçlü ve disiplinli bir araç lazım olduğunda başvurulacak son adım olabilmektedir (Mishkin, **International Experiences With Different Monetary Policy Regime**, s.11-12)

olabilecektir. İkincisi, merkez bankasının çeşitli varlık fiyatları üzerinden örtük bir enflasyon tahmininde bulunmasıdır. Örtük hedefleme güvenilirlik açığı yaratmayan ancak aynı zamanda beklentileri de tam anlamıyla kontrol edemeyen bir seçenektir. Merkez bankasının kendi içinde yaptığı tahminleri hedeflemesi de üçüncü çözüm yöntemi olarak karşımıza çıkmaktadır.<sup>409</sup> Bu konuda en iyi örnek İngiltere Merkez bankası olup, bu banka hem kendi içinde yapılan enflasyon tahminlerini hem de özel sektör tahminlerini referans alan bir politika karması yürütmektedir.<sup>410</sup>

#### 2.4.5.3. Zaman Tutarsızlığı<sup>411</sup>

Hedeflerin açıkça belirtilmesi ve merkez bankasının hedeften sapmalar olduğunda hesap verme yolunun açık olması, merkez bankasını bu verdiği taahhütlere uymaya zorlarken aynı zamanda bankanın zaman tutarsızlığı tuzağına (time- inconsistency trap) düşmesini de engellemektedir.<sup>412</sup> Çünkü bir merkez bankası için  $t$  zamanında (dönem başında-exante) optimal olan bir politika  $t+1$  zamanında (dönem sonu-expost) artık optimal bir durum yada politika olmayabilir. Zaman tutarsızlığı

<sup>409</sup> Ben Bernanke ve Michale Woodford, "Inflation Forecasts and MOnetary Policy", **Money Credit and Banking**, Vol. 29, No. 4, 1997, pp.653-684, s.654-655

<sup>410</sup> Suat Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi**, s.65

<sup>411</sup> "Zaman tutarlı politika" için analitik bir örnek: 1'den T'ye olan zaman peryodunda  $\pi = (\pi_1, \pi_2, \pi_3, \dots, \pi_T)$  para otoritesinin tüm politikalar kümesini gösterebilir.  $x = (x_1, x_2, x_3, \dots, x_T)$  de bu politikalara karşılık ekonomik bireylerin aldığı kararlar (duruş yada tavır) olsun. Üzerinde anlaşmaya varılan bir sosyal amaç fonksiyonunun;

$$S(x_1, x_2, x_3, \dots, x_T, \pi_1, \pi_2, \pi_3, \dots, \pi_T) \quad (1)$$

Şeklinde ifade edildiği varsayalım. Ekonomik bireylerin  $t$  zaman peryodunda aldıkları kararlar tüm politikanın ve geçmişteki aldıkları kararların bir kümesi olarak aşağıdaki gibi ifade edilir:

$$x_t = X_t(x_1, x_2, x_3, \dots, x_{t-1}, \pi_1, \pi_2, \pi_3, \dots, \pi_T) \quad t = 1, \dots, T \quad (2)$$

Böyle bir çerçevede optimal para politikası, eğer varsa, (1) nolu fonksiyonun (2) de ifade edilen kısıtlara göre maksimum yapılmasından ortaya çıkan  $\pi$  değeri olacaktır. Eğer her bir  $t$  zaman peryodu için (1) fonksiyonun maksimizasyonundan çıkan  $\pi_t$ , önceki birey kararları olan  $x_1, x_2, x_3, \dots, x_{t-1}$ , ve gelecek politika kararları ( $\pi_s, s > t$ ) benzer seçilmişse buradaki  $\pi$ , tanım gereği, tutarlı bir politikadır. Zaman tutarsızlığı bahse konu olmamaktadır (Finn E. Kydland ve Edward C. Prescott, "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", **The Journal of Political Economy**, Vol. 85, No. 3 (Jun., 1977), pp. 473-492, s.475-476

<sup>412</sup> Kara ve Orak, **a.g.e.**, s.5.



politikası merkez bankasının kurala göre politika üretmesini engellerken, duruma-insiyatife göre politika üretmeyi terk etmesini zorunlu kılmaktadır.<sup>413</sup>

Eğer bireyler  $t=0$  anından merkez bankasının yaptığı açıklamayı güvenilir bulurlarsa enflasyon beklentilerini  $\pi_1$  olarak belirlerler. Bu durumda kısa dönem Philips Eğrisi, SRPC(  $\pi^e = \pi_1$ ) konumuna kayar. Merkez bankası daha sonra  $t=1$  anında kendi amaç fonksiyonu doğrultusunda  $t=0$  anında anons ettiği enflasyon hedefine ulaşmayı optimal bulmaz ve politika değişikliğine gitmeye karar verir. Çünkü A noktasından B noktasına kayan SRPC eğrisi optimum işsizlik ve enflasyon oranını B' de değil C' de kesmektedir. Denge enflasyon oranı  $\pi_2$  olmaktadır. Dolayısıyla merkez bankasının enflasyonu  $\pi_1$  düzeyine düşürme kararı  $t=1$  anında optimal bir karar olmadığından zaman tutarsız bir karar olarak değerlendirilmektedir.

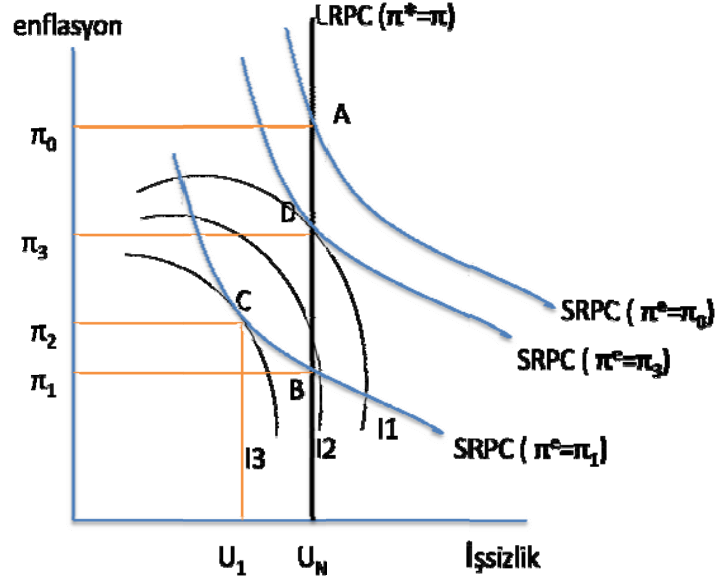
Ancak rasyonel bekleyişler kuramı gereğince bireyler merkez bankasının amaç fonksiyonunun farkındadırlar. Başlangıçta bankanın açıkladığı düşük  $\pi_1$  enflasyon oranının daha sonra amaç fonksiyonu doğrultusunda (maliyet minimizasyonu yada kayıpların minimize edilmesi)  $\pi_2$  gibi daha yüksek bir enflasyon oranı ile değiş-tokuş edileceğini fark ederler; dolayısıyla merkez bankasının  $t=1$  anındaki açıklamasına inanmayarak enflasyon bekleyişlerini  $\pi^e = \pi_1$  olarak değiştirmezler. Ancak mesela şekil üzerindeki D noktası zaman tutarlı bir denge noktasıdır. Aynı şekilde Merkez bankasının A noktasında iken enflasyonun  $\pi_3$  düzeyine ineceğini anons etmesi zaman tutarlıdır.<sup>414</sup> Çünkü  $t=1$  anında hedef değişikliğine gitmeyecektir. Şekil üzerinde çizilebilecek C, D gibi noktalar tutarlı denge noktalarını vermektedir.

---

<sup>413</sup> Ünsal, **a.g.e.**, s.548.

<sup>414</sup> **A.g.e.**, s.552

#### Şekil 2.4. Para Politikasının Zaman Tutarsızlığı



- (a)  $U_N$ , doğal işsizlik düzeyi olup, enflasyonu hızlandırmayan işsizlik haddidir-nairu)
- (b) SRPC, kısa dönem Philips Eğrisi, LRPC uzun dönem Philips eğrisidir.
- (c)  $\pi^e$ , beklenen enflasyon oranını göstermektedir.

**Kaynak:** Erdal Ünsal, **Makro İktisat**, 8. Gözden Geçirilmiş Baskı, İmaj Yayınları, Ankara, 2009, s.551.

Zaman tutarsızlığının yol açtığı enflasyon sapması,  $\pi_2 > \pi_1$  olması, merkez bankasının dezanflasyonist para politikasını kuralına göre oynaması gerektiğini öğretmektedir. Zaman tutarsızlığını gidermenin en iyi yolu merkez bankasını para politikası konusunda tek yetkili ve bağımsız otorite kılmaktır.

#### 2.4.5.4. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Önkoşulları

Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanabilmesi ve başarılı olabilmesi için rejimin uygulanacağı ülkede bazı önkoşulların sağlanmış olması gerekmektedir. Modern merkez bankalarının bu rejimdeki başarıları şu temel varsayım ve şartların bir arada uygulanmasıyla daha da artmaktadır: Maliye politikasının para politikası ile birlikte belirlenmesi, zaman tutarsızlığı tuzağına düşülmemesi, para politikasının ileriye dönük olması, hesapverebilirlik yolunun açık olması, para politikasının en az enflasyona verdiği önem kadar büyümeye de önem vermesi ve finansal istikrarsızlığın iktisadi çöküşte ilk sırada

yer aldığından hatırdan çıkarılmaması.<sup>415</sup> Ancak hemen şunu ifade etmek gerekir ki enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerden hiçbiri bu rejimin öngördüğü koşulların tümünü tam anlamı ile sağlayamamıştır; yani hepsi de eksikliklerine rağmen bu rejimi uygulamışlardır. Zaten amaçları da bu hedeflemenin sonuçlarına bağlı olarak enflasyonu istikrara kavuşturup aşağıda sıralanacak özelliklere bu sayede ulaşmaktır. Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamak isteyen merkez bankalarının sağlaması gereken bu ön koşulları şöyle sıralayabiliriz:<sup>416</sup>

#### **2.4.5.4.1. Fiyat İstikrarı Amacına Sıkı Bağlılık**

Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan bir merkez bankasının uzun vadede asıl amacı enflasyon oranını dünya ortalamasına yaklaştırarak bu seviyede fiyat istikrarını yakalamak olmalıdır. Diğer amaçlar fiyat istikrarı hedefiyle çelişmediği sürece devam ettirilmektedir. Bu yüzden de merkez bankası herhangi nominal değişkene ilişkin bir ikinci hedef taahhüdü taşımamalıdır. Mesela merkez bankası enflasyonla beraber büyüme için de bir hedef oran belirlemeye kalkıştığında (açık yada örtük), kamuoyu merkez bankasının enflasyon taahhüdüne inanmayabilir ve hem fiyat istikrarı politikasında sorunlar yaşanabilir hem de hedefler birbiriyle çelişebilir. Döviz kurunu enflasyon hedefiyle beraber yürütmek de benzer çelişkili bir durumu ortaya çıkarabilir. Hem döviz kurunu korumak hem de enflasyon hedeflemesinde bulunmak hedefler arasında çatışma çıkmasına neden olabilmektedir.<sup>417</sup> Zira döviz kuru baskılandığında, enflasyon hedeflemesi rejimine ters gelecek şekilde faiz oranları düşebilir ve düşen faizler de fiyat istikrarını tehlikeye sokabilecek sonuçlara yol açabilir.

#### **2.4.5.4.2. Bağımsız, Hesap Verebilir ve Güvenilir bir Merkez Bankası**

Enflasyon hedeflemesi temel olarak merkez bankasının bağımsız olmasını şart koşmaktadır. Zaten yapılan ampirik çalışmalar da ancak bağımsız bir merkez

---

<sup>415</sup> Frederic Mishkin, “What Should Central Banks Do?” in **Monetary Policy Strategy**, MIT Press, 2007, s.37-38.

<sup>416</sup>Bu kısım büyük ölçüde TCMB, “Enflasyon Hedeflemesi Rejimi”, 2006, s.5-9. ve IMF, “Does Inflation Targeting Work in Emerging Countries”, **World Economic Outlook**, Chapter 4, s.182-185.’den yararlanarak hazırlanmıştır.

<sup>417</sup> Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi**, s.35

bankasının çıktıdaki dalgalanmayı azaltabildiği ve ortalama enflasyonu aşağıya daha rahat çekebildiği yönündedir.<sup>418</sup> Merkez bankasının bağımsızlık parametreleri olarak, daha önce de söylendiği gibi, amaç bağımsızlığını, hedef bağımsızlığını, araç bağımsızlığını ve finansal bağımsızlığı sayabiliriz. Günümüz dünyasında merkez bankası bağımsızlığı denince akla ilk gelen, merkez bankasının koyduğu hedeflere ulaşmak için hangi araçları kullanacağını serbestçe belirleyebilme özgürlüğüne, yani araç bağımsızlığına sahip olup olmadığıdır.

Hesap verebilirlik, merkez bankasının uyguladığı politikalar ve bu politikaların sonuçlarına dair toplumun her kesimine karşı sorumlu olmasıdır. Hesap verebilirlik bağımsızlığı tamamlayan bir unsurdur. Enflasyon hedefinden sapmalar olması halinde merkez bankası sapmaların nedenlerini ve buna karşı alınması gereken tedbirleri kamuoyuna ve hükümete bildirmekle sorumludur.

Merkez bankası ancak şeffaf olursa hesapverebilirlik vasfına ulaşır. Ekonomideki bekleyişleri yönlendirmek adına şeffaf olma önemli bir araçtır. Zira ekonomik birimler ne kadar doğru ve net bilgiye ulaşırsa kararlarını ve gelecek döneme ilişkin bekleyişlerini o ölçüde rasyonel oluşturabilirler. Yani, şeffaflık hesapverebilirlikle birebir yakın ilişkilidir.<sup>419</sup> Şeffaflıktan kast edilen para otoritesinin aldığı kararları, bunların gerekçelerini ve ekonomik gidişat hakkındaki görüşlerinde açık ve net olmasıdır. Bunu da yayınladıkları rapor ve istatistikler ile gerçekleştiren merkez bankaları belli bir sıklıkta enflasyon raporu yayınlayarak, yürütülen enflasyon hedeflemesinin mevcut durumunu ve geleceği hakkındaki öngörülerini kamuoyu ile paylaşmaktadırlar. Bu sayede iktisadi birimlerin ileriye dönük enflasyon bekleyişlerini yönlendirebilirler.<sup>420</sup>

Merkez bankası tarafından gözlemlenen parasal değişkenin algılanmasındaki sapmanı şeffaflık düzeyi hakkında bilgi vermektedir. Sapmanın az olması şeffaflığın yüksek olduğuna işaretir. Eğer merkez bankasının tüm politikaları ve uygulamaları hem gözlemlenebiliyor hem de bu politikaların hedefi anlaşılabiliriyorsa buna “aşırı

---

<sup>418</sup> Alesina ve Summers, **a.g.e.**, s.151.

<sup>419</sup> DeBelle, **a.g.e.**, s.17-18

<sup>420</sup> Fatih Özatay, **Parasal İktisat Kuram ve Politika** s.399.

açıklık”; sadece hedefi gözlemlenebiliyor ancak bunun nasıl başarılacağı doğrudan gözlenemiyorsa bunana “açıklık”; hem hedef hemde uygulama yöntemi gözlenemiyorsa buna da “açık olmayan” durum denir.<sup>421</sup> Bu açıdan bakıldığında, merkez bankasının izlediği para politikasının şeffaflık düzeyi ne kadar yüksek olursa, kamuoyunun bankaya olan güveni ve uygulayacağı politikalara vereceği destek de o oranda yüksek olacaktır. Bu da bankanın enflasyonist beklentileri yönlendirmesini ve açıklamaları ile fiyat istikrarının gidişatına yön vermesini kolaylaştıracaktır..

Geçmiş deneyimler göstermiştir ki güvenilirlik yada kredibilite, merkez bankasının uyguladığı para politikası rejiminin ana bir belirleyicisi olmaktan çok, karar vericilerin sabit kur çapası ile yada merkez bankasının tamamen bağımsız kılınması yoluyla fiyat istikrarını sağlamak için verdikleri taaahütlere sadık kalmayı ifade etmektedir. Merkez bankalarının güvenilirliği, kullanılan ara rejim tipi ne olursa olsun, kamuoyuna taahüt edilen hedeflerin ciddiye alındığını gösterecek şekilde tedrici bir şekilde arttırılır.<sup>422</sup> Bu konuda toplumun ikna düzeyi o derece yüksek olmalıdır ki, uygulanan politikalarda zaman içinde bir değişiklik yapıldığında, kamuoyu bunun “gerçekten gerekli olduğu için değiştirildiği” inancına sahip olmalıdır.<sup>423</sup> Ayrıca güvenilirlik karar vericilerin yapmış oldukları planların toplumdaki kimselerin buna olan inanırılık düzeylerine olan yakınlığının bir ölçütü olarak da kabul edilmektedir. Kamuoyu algısı ve anons edilen hedefler bu ölçütün kapsamına girmektedir. Toplum, anons edilen hedeflere ne kadar yakın bir algı düzeyinde kalmışsa, uygulanan politikalara olan güven de o derece artacaktır. Para politikalarında hedeflemeye olan güvenilirliği iki yolla ölçmek mümkündür: Birincisi, anons edilen politika ile bunun toplumdaki inanırılığını arasındaki bağın gücünü ölçen “ortalama güvenilirlik”tir. İkincisi de, anons edilen hedeflerdeki bir değişimin toplumun inanırılık düzeyi

---

<sup>421</sup> John Faust and Lars E.O. Svensson, “Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goals”, **NBER Working Paper Series** No.6452, February 2000, s.6

<sup>422</sup> Alex Cukierman, “Central Bank Independence and Monetary Control”, **Economic Journal**, Cilt. 40, No. 1427, 1994, ss. 1437-1448, s.1441

<sup>423</sup> Alex Cukierman, “Central Bank Behavior and Credibility Some Recent Theoretical Developments”, **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, 1986, s.6

üzerindeki marjinal etkisini ölçen “marjinal güvenilirlik”tir. Bu ölçütler para politikalarının güvenilirliğini ve belirleyicilerini ortaya koymaktadır.<sup>424</sup>

Eğer karar vericilerin kullandığı makroekonomik modelin yapısı tüm iktisadi ajanlar tarafından eksiksiz biliniyorsa, makroekonomik politikaları belirleyen tüm iktisadi değişkenler kolayca ve eksiksiz gözlemlenebiliyor ve izlenebiliyorsa ve ekonomik ortama ait düzensizlikler iyi tanımlanmışsa, yukarıdaki kısımlarda anlatıldığı gibi para politikasının güvenilirlik sorunları kolaylıkla çözülebilir. Bu durumda, toplum merkez bankasının kuralına göre politika izlemesinin yanı sıra duruma göre esnek bir politika izlemesine de de izin verecektir.<sup>425</sup> Çünkü hiç kimsenin fayda ya da zarar görebileceği bir asimetrik bilgi ortamı artık kalmamıştır.

Merkez bankası fiyat istikrarı hedefine sadık kaldığının sinyallerini kamuoyuna doğru şekilde verebilirse, ücret sözleşmeleri ve faiz hadleri yüzünden maliyetli hale gelen enflasyon beklentileri ile uğraşmasına gerek kalmayacaktır. Çünkü güvenilirliği kalmamış bir para programı bireylerdeki rasyonel bekleyişleri kontrol edip yönlendiremeyeceğinden dolayı, böylesi bir para programı ne enflasyonda ciddi düşüslere sebep olabilir ne de hâsılanın doğal düzeyine veya onun üstüne çıkmasına yol açabilir. Hatta güvensiz politikaların fiyatlar genel düzeyini yukarı çıkarma olasılığı bile vardır.<sup>426</sup>

Para politikalarında güvenilirliği sağlamanın en basit ve kestirme yolu merkez bankası başkanının siyasi baskılara ödün vermeyecek ve tüm kamuoyunca bilinen kişiler arasından seçilmesini sağlamaktır.<sup>427</sup>

İkinci olarak, bazı ülkeler, merkez bankası başkanının uzun süre görevde kalmasını taahhüt ederek hem politikaların devamlılığını sağlamaya hem de piyasada oluşacak belirsizlikleri kırmaya çalışarak bankanın güvenilirliğini artırmaya çalışmaktadırlar.

---

<sup>424</sup>Alex Cukierman, **Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory And Evidence**, Fourth Edition, Massachussets of Technology, 1998, s.255

<sup>425</sup>Robert Flodd ve Peterd Isard, “Monetary Policy Strategies” **NBER Working Paper Series**, No.2770, 1988, s.24-25

<sup>426</sup> Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi**, s.14

<sup>427</sup> A.e., s.15

Bu yönüyle uzun süreli başkanlıklar kontrol edilen parasal büyüklüğe olan güveni arttıran önemli bir unsurdur.<sup>428</sup>

Hükümet tarafından yürütülen maliye politikası da izlenen para politikasına güvenilmesi noktasında hayati rol oynamaktadır. Mesela merkez bankası sıkı para politikası izlerken, maliye cephesinde hükümet büyük bütçe açıkları veriyorsa, ekonomik programın tümüne güvenilmesini beklemek doğru olmayacaktır. Politika uygulayıcıları arasındaki bu ve benzeri koordinasionsuzluklar ve anlaşmazlıklar iktisadi ajanlar arasında spekülasyon ve belirsizlik yaratmaktadır.<sup>429</sup>

Dünyada fiyat istikrarı hedefini en ciddi uygulayan banka, Alman Merkez Bankası Bundesbank'tır. Bu banka açık enflasyon hedeflemesi yapmasa dahi herkes hedefin yıllık yüzde 2 civarında olduğunu çok iyi bilmektedir. Bundesbank'ın inandırıcılığı, gerçekleşen enflasyon değerine çok yakın enflasyon tahmini yapmasından değil; fiyat istikrarına yönelik tehditler oluştuğunda, bankanın bu tehtidi ortadan kaldırmak için bir karar alacağına ve uygun bir politika geliştireceğine toplumun tam anlamıyla inanmış olmasından ileri gelmektedir. Banka tarihsel süreçte bu güveni topluma yaymayı başarmıştır.<sup>430</sup>

#### **2.4.5.4.3. Sağlam ve Gelişmiş Finansal Piyasalar**

Merkez bankasının aldığı faiz kararlarının enflasyonu istenilen düzeye ve istikrara kavuşturabilmesi için güçlü ve gelişmiş finansal piyasaların var olması gerekmektedir. Çünkü gelişmiş piyasalar, kamu finansmanının sağlanmasında merkez bankasını rahatlatan bir unsurdur.<sup>431</sup> Yani sağlam bir bankacılık sektörü, gelişmiş para, sermaye ve döviz piyasalarının varlığı önem arz etmektedir. Diğer bir ifade ile aktarım mekanizmasının iyi çalışması gerekmektedir (Bkz. Şekil 2.6). Son yıllarda Türkiye ve dünya için gelişen iletişim ve ulaşım teknolojileri sayesinde bu mekanizmanın giderek güçlendiğini söylemek mümkündür. Bankacılık sektörüne ait

---

<sup>428</sup> Flood ve Isard, **a.g.e.**, s.24

<sup>429</sup> Keith Blackburn and Michael Christensen, "Monetary Policy And Policy Credibility: Theories And Evidence", **Journal of Economic Literature**, Vol. 27, No. 1, 1989, pp. 1-45, s.28

<sup>430</sup> Kumcu, **Krizler Para ve İktisatçılar**, s.158-159.

<sup>431</sup> Şükrü Cicioğlu, "Fiyat İstikrarının Sağlanmasına Yönelik Alternatif Bir Para Politikası Stratejisi: Enflasyon Hedeflemesi", **TUHİS**, Şubat-Mayıs 2006, ss. 35-48 2006, s.41

çeşitli sağlamlık göstergeleri Tablo 2.19’da gösterilmektedir. Tabloya bakıldığında tüm göstergelerde 2005-2011 arasında bir iyileşme olduğu açık bir şekilde görülürken, takipteki alacak oranının 2008 krizinin de etkisi ile 2009 ve 2010 yıllarında artışa geçtiği de net olarak görülmektedir. Özellikle bankaların açık pozisyonları 2005 yılında yüzde 4,6 iken, bu oran 2011 Mart ayında yüzde 0,3 olarak gerçekleşmiştir.. Sermaye yeterliliğinin güçlü bir görünüm arz ettiği, bankacılık sektörünün aktif kalitesinin yükseldiği ve kur riskinin yönetilebilir sınırlar içerisinde kaldığı tabloda ortaya konmaktadır.<sup>432</sup> Bu göstergelere bakarak sağlam finansal yapının inşa edilmeye başlandığını ve Türk bankacılık sektörünün yurtdışı piyasalarda “yüksek kredili” olarak algılandığını söylemek mümkündür.

**Tablo 2.19. Bankacılık Sektörü Sağlamlık Göstergeleri**

| <b>Bankacılık Sektörü Sağlamlık Göstergeleri (%)</b> | <b>2005</b> | <b>2006</b> | <b>2007</b> | <b>2008</b> | <b>2009</b> | <b>Mar.10</b> | <b>Mar.11</b> |
|------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|---------------|
| Yasal Özkaynak/Risk Ağırlıklı Varlıklar              | 23,7        | 21,9        | 18,9        | 18,0        | 20,6        | 20,0          | 18,0          |
| Birinci Kuşak Sermaye/Risk Ağırlıklı Varlıklar       | 24,3        | 21,3        | 18,3        | 17,2        | 18,6        | 18,1          | 16,4          |
| Takipteki Alacaklar Karşılığı/Özkaynak               | 1,6         | 1,5         | 1,8         | 3,3         | 3,2         | 3,1           | 2,2           |
| Takipteki Alacaklar/Brüt Krediler                    | 4,7         | 3,7         | 3,5         | 3,7         | 5,3         | 4,9           | 3,2           |
| Aktif Kârlılığı                                      | 2,7         | 3,2         | 3,3         | 2,5         | 3,3         | 3,9           | 2,8           |
| Özkaynak Kârlılığı                                   | 20,4        | 27,1        | 26,6        | 20,0        | 26,4        | 31,3          | 20,9          |
| Net Faiz Gelirleri (Faiz Marjı)/Brüt Gelir           | 60,5        | 60,4        | 61,0        | 64,7        | 67,1        | 63,8          | 55,4          |
| Faiz Dışı Giderler/Brüt Gelir                        | 49,2        | 46,2        | 44,9        | 47,6        | 38,1        | 37,3          | 43,2          |
| Likit Varlıklar/Toplam Varlıklar                     | 54,1        | 45,3        | 48,3        | 48,7        | 47,5        | 47,2          | 44,0          |
| Likit Varlıklar/Kısa Vadeli Borçlar                  | 93,7        | 75,2        | 80,1        | 80,3        | 75,8        | 75,8          | 74,8          |
| Yabancı Para Net Genel Pozisyonu/Özkaynak            | 4,6         | 4,4         | 2,4         | 1,7         | -0,3        | -0,4          | 0,3           |

**Kaynak:** BDDK, Finansal Piyasalar Raporu, Haziran 2011, sayı.22, s.4

Merkez bankasının aldığı kısa faiz kararları enflasyonu, Şekil 2.6’da görüldüğü gibi bir aktarım mekanizması kanalı ile etkilemektedir. Eğer bu aktarım mekanizması çalışmıyorsa yada finansal kanallar tıkanmışsa, merkez bankasının aldığı faiz kararlarının ekonomik birimlerin yatırım ve tüketim kararlarını istenilen ölçüde

<sup>432</sup> BDDK, **Finansal Piyasalar Raporu**, Sayı.22, Haziran 2011, s.4



etkilemesi zorlaşacaktır. <sup>433</sup> Merkez bankasının belirlediği faiz kararı, enflasyon üzerindeki etkisini dört kanaldan göstermektedir.<sup>434</sup>

- Merkez bankasının faiz kararı, yurtiçindeki banka ve finans kurumlarının müşterilerine uyguladıkları faizler üzerinde etkilidir, referans niteliğindedir.
- Bu faizler, piyasa faizlerini etkileyerek, bankalardan alınan kredi hacmini arttırır ya da azaltır.
- Bu faizler, hisse senedi, bono, tahvil ve döviz gibi varlıkların fiyatını etkiler.
- Bu faizler, beklentileri yönlendirerek, ileriye dönük yatırım, tüketim ve fiyatlama davranışını etkiler.

Bundan dolayı da merkez bankası için finansal sistemi korumak öncelikli amaçlardan bir tanesi olmalıdır. Ancak doğal olarak merkez bankasının aldığı faiz oranı kararı, toplam talebi bir yada iki dönem gecikmeli olarak etkilemektedir. Önceki dönemden kalan sözleşmelerin devam etmesi, yeni yapılanların uzun vade yapısı ve tüketim alışkanlıklarının değişmesinin zaman alması gibi etkenler bu gecikmenin sebepleri arasında gösterilebilir..

Sağlam finansal sistemin dışsal şoklarla mücadelesi de kolay olmaktadır. 2008 mali krizinde bankalara sağlanan likidite desteğinin arkasında da bu temel düşünce yatmaktadır. Çünkü gelişmiş ülkeler aktarım mekanizmalarının iyi işlediği ekonomilerdir. Bu yüzden alınan kararların hedeflenen etkiyi göstereceği düşünülerek likidite destekleri ‘son başvuru mercii’ görevi dolayısıyla merkez bankaları tarafından sağlanmıştır. Bu duruma en güzel örnek 2010 yılında ECB’nin Portekiz, İspanya ve Yunanistan gibi ülkelere ait devlet tahvillerini alarak bu ülkelerdeki dışsal şokları minimize etmeye ve finansal sistemin sağlamlaşmasına katkı sunmaya çalışmasıdır.<sup>435</sup>

---

<sup>433</sup> Fatih Özatay, “Nasıl Oluyor da Oluyor? Para Politikası (1)”, **Dünya Gazetesi**, 2011

<sup>434</sup> TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi**, 2006, s.26

<sup>435</sup> Özatay, **Parasal İktisat Kuram ve Politika**, s.397

## Şekil 2.6. Enflasyon Aktarım Mekanizması

**Kaynak:** TCMB, “Enflasyon Hedeflemesi Rejimi”, s.26.

Gelişmiş ya da sağlıklı finansal sistem belli şartlar altında mümkün olmaktadır. Bir ülkedeki finansal gelişmişlik düzeyini şu dört unsurun belirlediğini görmekteyiz: Bankaların tüm varlıkları içindeki riskli varlıklarının oranı, gelişmiş hisse senedi piyasasının varlığı, gelişmiş bono ve tahvil piyasasının olması ve bu piyasanın derin olması (derinlik kavramı GSYİH’ya oran olarak ifade edilmektedir), vade uyumsuzluğu probleminin (lack of mismatch problem) olmaması. Özellikle finansal derinlik kavramı piyasaların kırılganlıkları hakkında bir fikir edinmeyi sağlamak açısından önem arz etmektedir. Finansal derinlik bir sonraki başlıkta analiz edilmektedir.

Gelişmiş ülkelerin aksine genelde gelişmekte olan ülkelerde kırılgan bir bankacılık sistemi vardır.<sup>436</sup> Bu yüzden de bankacılık krizleri, 2008 öncesinde, gelişmiş ülkelere çok gelişmekte olan ülkelere görülürdü. Bu krizler çoğunlukla ödemeler bilançosu ile ilintili olarak ortaya çıkmaktadır (Tablo 2.20).<sup>437</sup> Ödemeler Bilançosu

<sup>436</sup> Morris Goldstein and Philip Turner, “Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options”, **BIS Economic Paper**, No.46, October 1996, s.14

<sup>437</sup> Graciela L. Kaminsky and Carmen M. Reinhart, “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-Of-Payments Problems”, **The American Economic Review**, Vol. 89, No. 3 (Jun., 1999), pp. 473-500.

krizleri yada parasal krizlerden kast edilen, döviz hücüm şeklinde bir spekülasyon atak sonucu döviz kurunun değerinin çok üstünde (overshoot) bir noktaya sıçraması ile döviz kuru rejiminin çökmesidir.<sup>438</sup> Merkez bankasının da döviz rezervlerini tüketmek istememesi, kur riskini yerel paraya dayalı fonların faizlerini arttırarak çözmeye çalışması bu ülkelerde yüksek reel faizlerin oluşmasına neden olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları finansal sistemi tam manasıyla yönlendirmeyi başaramamaktadır.

Zaten enflasyon oranlarının % 30-40 bandında kronikleştiği bu ülkelerde, enflasyon gibi diğer nominal değişkenler de atalet (inertia) kazandığından bu ülkelerin enflasyon hedeflemesi rejimi için gerekli ön koşulları tam anlamıyla sağladıkları söylenemez. Genelde bu ülkeler daha çok mali politikaların yönlendirmesi ile para politikalarını oluşturmaktadırlar.<sup>439</sup>

**Tablo 2.20. Bankacılık ve Ödemeler Bilançosu(parasal) Krizlerinin Görülme Sıklığı**

|                    | 1970-1995 |                 | 1970-1979 |                 | 1980-1995 |                 |
|--------------------|-----------|-----------------|-----------|-----------------|-----------|-----------------|
| Krizin cinsi       | Toplam    | Yıllık ortalama | Toplam    | Yıllık ortalama | Toplam    | Yıllık ortalama |
| Ödemeler Bilançosu | 76        | 2.92            | 26        | 2.60            | 50        | 3.13            |
| Bankacılık         | 26        | 1.0             | 3         | 0.30            | 23        | 1.44            |

**Kaynak:** Graciela L. Kaminsky and Carmen M. Reinhart, “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-Of-Payments Problems”, **The American Economic Review**, Vol. 89, No. 3 (Jun., 1999), pp. 473-500, s.477

Tablo 2.21 kırılgan bankacılık sistemi ve diğer makroekonomik göstergeler arasındaki ilişkiyi geliştirmekte olan ülkeler ve gelişmiş üç ülke açısından değerlendirmektedir. Tabloda görüldüğü gibi 1980-1995 döneminde, geliştirmekte olan ülkelerin-özellikle de Latin Amerika Ülkeleri’nin- enflasyon oranları ve GSYİH büyüklükleri, tablodaki üç büyük endüstri ile kıyaslandığında, hem enflasyonun hem de GSYİH’nın yüksek bir değişkenlik(volatilité) düzeyine sahip olduğu açıkça görülmektedir. Bu durum istikrarsız ve kırılgan mali sisteme ve az gelişmiş finansal piyasalara işaret etmektedir. Ayrıca tablonun gösterdiği bir diğer gerçek de

<sup>438</sup> Özatay, **Nasıl Oluyor da Oluyor Finansal Krizler-1**, 2011

<sup>439</sup> Masson, Savastano ve Sharma, **a.g.e.**, s.22-25

makroekonomik göstergelerde değişkenliğin fazla olduğu, ülkelerin aynı zamanda bankacılık mevduatları ve özel sektöre verilen kredilerde de yüksek değişkenlik seviyelerine sahip olduğudur.<sup>440</sup> Bu da finansal yapı ile makroekonomik değişkenler arasında nedensellik ilişkisi olduğunu göstermektedir. O halde enflasyonu kontrol altına almak için merkez bankasının tek başına para politikası yürütmesi ve buna kamuoyunu ıka etmesi yetmez; aynı zamanda bankacılık sistemi de derin ve sağlam olmalıdır.

**Tablo 2.21. 1980-1995 Döneminde Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Göstergelerdeki Değişkenlik ve Bankacılık Toplamları<sup>1</sup>**

|            | GSYİH | Enflasyon | Banka<br>Mevduatları <sup>2</sup> | Özel Sektöre Verilen<br>Krediler <sup>2</sup> |
|------------|-------|-----------|-----------------------------------|-----------------------------------------------|
| Hindistan  | 2.2   | 4.1       | 3.4                               | 4.6                                           |
| Hong Kong  | 3.4   | 3.5       | 7.9                               | 6.9                                           |
| Kore       | 3.5   | 7.2       | 5.3                               | 5.6                                           |
| Singapour  | 3.3   | 2.6       | 5.7                               | 4.6                                           |
| Tayvan     | 2.4   | 5.5       | 6.4                               | 8.7                                           |
| Endonezya  | 2.0   | 3.1       | 7.8                               | 20.1                                          |
| Malezya    | 3.0   | 2.4       | 8.8                               | 8.4                                           |
| Tayland    | 2.7   | 4.6       | 6.6                               | 6.5                                           |
| Arjantin   | 5.5   | 860.0     | 23.5                              | 34.4                                          |
| Brezilya   | 37    | 767.6     | 20.7                              | 32.8                                          |
| Şili       | 5.8   | 7.5       | 20.9                              | 21.8                                          |
| Kolombiya  | 1.5   | 3.9       | 9.0                               | 9.1                                           |
| Meksika    | 4.2   | 39.4      | 33.2                              | 22.1                                          |
| Venezüella | 4.9   | 21.9      | 12.7                              | 16.0                                          |
| ABD        | 2.1   | 3.1       | 4.4                               | 3.4                                           |
| Japonya    | 1.8   | 2.0       | 2.5                               | 2.5                                           |
| Almanya    | 1.8   | 1.9       | 5.4                               | 3.1                                           |

<sup>1</sup> Değişkenlik, yıllık yüzde değişimlerdeki standart sapma olarak ölçülmüştür.

<sup>2</sup> Nominal GSYİH'nın yüzdesi olarak hesaplanmıştır.

**Kaynak:** Morris Goldstein and Philip Turner, "Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options", **BIS Economic Paper**, No.46, 1996, s.12

#### 2.4.5.4.4. Yüksek Finansal Derinlik ve Düşük Mali Baskınlık

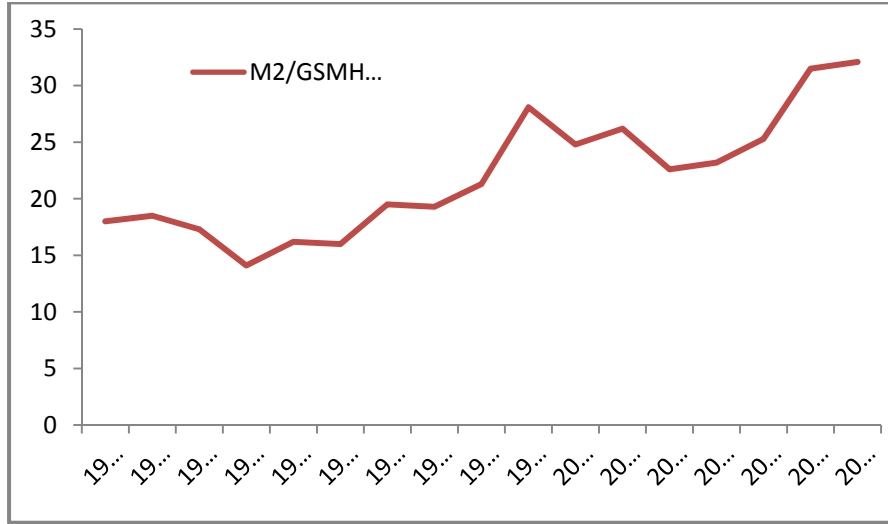
Fiyatlarda istikrara kavuşmak için finansal sektörün neden sağlam olması gerektiği yukarıda anlatıldı. Finansal sistemin en önemli ayağı bankalardır. Eğer ülkedeki

<sup>440</sup>Goldstein ve Turner, **a.g.e.**, s.12

bankacılık sektörünün yapısal sorunları çözüme kavuşmamışsa, bankacılık işlemleri kontrol ve denetime tabi değilse, merkez bankasının ilk önce bankacılık sistemini sağlamlaştırıp sonra fiyat istikrarına yönelmesi daha doğru olacaktır.<sup>441</sup>

Enflasyon hedeflemesi için gerekli ön koşullardan biri de ülkedeki finansal sistemin derin olmasıdır. Finansal derinliğin ölçülmesinde esas alınan iki farklı gösterge vardır. Bunlardan birincisi, M2/GSYİH (Geniş para talebinin çıktıya oranı), diğeri de Devlet İç Borçlanma Senetlerinin (DİBS) toplam varlıklara oranıdır. M2'nin hasılaya oranının yükselemesi/düşmesi, finansal derinliğin artmasına/azalmasına işaret etmektedir. M2 likitidesi yüksek vadesiz mevduatların yanı sıra vadeli mevduatları da içerdiğinden bankacılık sektörünün ulaştığı finansal büyüklüğü ölçmede diğer parasal büyüklüklere göre daha gerçekçi sonuçlar vermektedir.<sup>442</sup> Grafik 2.4 Türkiye'nin 1990-2006 arası dönemdeki finansal derinlik oranlarını göstermektedir. 1990 yılında yüzde 18 olan finansal derinlik oranı 2006 yılında yüzde 33 seviyesine çıkmıştır.

**Grafik 2.4. Türkiye’de Finansal Derinlik Oranları**



**Kaynak:** TCMB

M2/GSYİH oranının 1990'lerden itibaren yükselişe geçtiği 1999 yılına kadar bunun sürdüğü ardından 2002 yılına kadar azalmaya başladığı ve bu tarihten itibaren de

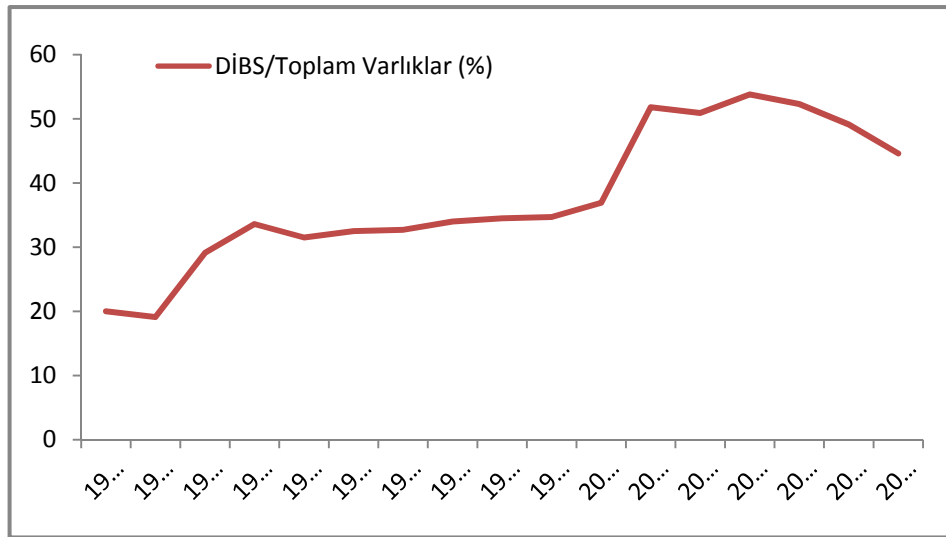
<sup>441</sup> Özatay, *Nasıl Oluyor da Oluyor? Para Politikası* (1), 2011

<sup>442</sup> Williamson ve Mahar, *a.g.e.*, s.88

artarak artmaya devam ettiği şekilden görülmektedir. Ancak piyasaların hala yeterince derin olmadığı, sık olduğu ortaya çıkmaktadır. Oysa enflasyon hedeflemesi açısından piyasaların derin olması kısa sürede sonuç alınması açısından önem arz etmektedir. Bu parasallaşma olgusu dünya ile karşılaştırıldığında düşük kalmaktadır. Zira, gelişmiş ülkelerde parasallaşma oranları yüzde 70'in üzerindedir.

Türkiye'deki piyasaların derin olmadığını ölçmenin bir diğer yolu da DİBS'lerin toplam varlıklar içindeki payıdır. Grafik 2.5'te 1990-2006 arası dönemde DİBS'nin toplam mali varlıklara oranı verilmiştir. Bu oran 2000'li yılların başına kadar yatay bir seyir izleyerek ortalama % 20-30 bandında hareket etmiştir. 2004 yılında % 50'yi bulan DİBS oranları bu tarihten sonra düşüş trendine girmiştir. O halde denebilir ki DİBS oranlarının çok yüksek olması para politikasının etkinliğini zayıflatarak politikalar arasında değiş tokuşa (trade-off) yol açmaktadır. Yani, maliye politikası para politikasını ikame eder hale gelmekte ve zaten sık olduğunu bildiğimiz finansal piyasalar da büyük ölçüde kamu kesimine fon sağlayan piyasalar haline gelmektedir. Enflasyonla mücadele etmek için uygulanacak enflasyon hedeflemesi rejimi için bu oranların daha aşağılara çekilmesi gerekmektedir. Gelişmiş ülkelerde bu oranlar yüzde 10'dan daha düşük düzeylerde.

**Grafik 2.5. Devlet İç Borçlanma Senetlerinin Toplam Mali Varlıklara Oranı**



**Kaynak:** TCMB

Enflasyon hedeflemesi uygulayan bir ülkenin maliye politikası bozuk olmamalıdır. Örneğin Yunanistan'ın bağımsız bir para politikası olsaydı bugünkü mali koşullarda enflasyon hedeflemesini uygulaması oldukça zor olacaktı.<sup>443</sup> Zira Yunan merkez bankasının belirlediği politika faiz oranına itibar edilmeyecekti. Mali baskınlık, para politikası etkinliğininin yüksek düzeyde kamu borcu nedeniyle bozulması anlamına gelmektedir. Bu da merkez bankasınca belirlenen kısa vadeli faizlerle piyasa faiz oranları arasındaki ilişkinin zayıflayarak aktarım mekanizmasının işlevini yerine getirememesine yol açar. Yüksek bütçe açıklarına sahip hükümetler bu bütçe açığını iç piyasadan borçlanarak kapatma yoluna gittiğinde, bu durum finansal piyasalarda borç verilebilir fonların çoğunun kamuya gitmesine neden olacağı gibi meydana gelecek dışlama (crowding-out) etkisi nedeniyle de özel sektöre yatırım için verilecek kredi miktarı azalacaktır. Bu da faizler ve krediler kanalını doğrudan, beklentiler kanalını ise dolaylı yoldan etkileyerek, para politikasının talep ve enflasyon üzerinde yeterince etkili olamamasına yol açmaktadır.

Mali baskınlığı tespit etmek için bakılabilecek çeşitli göstergeler olarak Kamu Bütçe Açığı'nın hasıyla oranı (KBA/GSYİH), Kamu Kesimi Borçlanma Gereksiniminin hasıyla oranı (KKBG/GSYİH) veya KKBG/M2 ön plan çıkmaktadır. Bu oranların düşmesi/yükselmesi, mali baskınlığın azalması/artması olarak anlaşılmaktadır. Mali baskınlık, bu göstergeler arasından genelde KBA/GSYİH ile ifade edilmektedir. Tablo 2.22'de enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerin bu politikayı uygulamaya başladıkları yılki mali denge durumları verilmiştir.

---

<sup>443</sup> Özatay, **Nasıl Oluyor da Oluyor? Para Politikası (1)**, 2011

**Tablo 2.22. Ülkelerin Enflasyon Hedeflemesine Geçtikleri Yıllık Mali Dengeleri (% GSYİH)**

| Ülke       | EHR'ye geçiş Yılı | Mali Denge (% GSYİH) | Ülke            | EHR'ye geçiş Yılı | Mali Denge (% GSYİH) |
|------------|-------------------|----------------------|-----------------|-------------------|----------------------|
| İsveç      | 1992              | -9,76                | İsrail          | 1991              | -4,35                |
| Finlandiya | 1992              | -8,11                | Australia       | 1993              | -3,90                |
| UK         | 1992              | -7,24                | Tayland         | 2000              | -2,24                |
| Brezilya   | 1999              | -6,89                | Yeni Zelanda    | 1990              | -1,68                |
| Polonya    | 1999              | -4,98                | Çek Cumhuriyeti | 1998              | -1,63                |
| İspanya    | 1992              | -4,92                | Şili            | 1990              | +3,48                |
| Kanada     | 1990              | -4,93                | Türkiye         | 2002              | -14,58               |

**Kaynak:** Jeffrey D. Amato and Stefan Gerlach, “Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons After a Decade,” **European Economic Review**, Cilt: 46, No: 4-5, Mayıs, ss. 781–90, 2002, s.785

Tabloya göre, ülkeler arasında bu konuda bir tutarlılık olmamakla beraber mali dengenin yüzde -1,63 ile -9,76 (Şili hariç) arasında oldukça dağınık halde durduğu söylenebilir. Bir diğer tespit de gelişmiş ülkelerin gelişmekte olan ülkelere göre bütçe dengelerinin daha bozuk olduğudur.

Gelişmekte olan ülkeler de kendi aralarında değerlendirildiğinde ortaya çıkan mali baskınlık oranları Tablo 2.23’te gösterilmiştir. Mali baskınlık açısından bütçe açıklarının GSYİH’ya oranları incelendiğinde bu oranların yeterli bir karşılaştırma imkanı vermediği görülmektedir. Ancak gelişmişlik düzeyi arttıkça mali baskınlık oranlarında azaldığı söylenebilir. Bununla beraber, geniş tanımlı para arzının GSYİH’ya oranı alınarak, mali sistemin derinliği incelendiğinde gelişmiş ülkelerin (GÜ) finansal derinliğe ilişkin ortalama rasyoları gelişmekte olan ülkelerin ortalama rasyolarının çok üstünde yer almaktadır.<sup>444</sup>

<sup>444</sup> N. Kamuran Malatyalı, “Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, **DPT Çalışma Raporları**, No.1, 1998, s.54-55



**Tablo 2.23. Ülke Gruplarına Göre Mali Baskınlık Oranları (1995)**

|          | GOÜ-1 <sup>a</sup> | GOÜ-2 | GOÜ-3 <sup>b</sup> | GÜ   |
|----------|--------------------|-------|--------------------|------|
| M/GSYİH  | 25.4               | 40.1  | 70.0               | 71.2 |
| BA/GSYİH | -4.1               | -1.8  | -2.2               | -2.6 |

(a). GOÜ1- Çin ve Hindistan haricindeki düşük gelir ülkeleri;GOÜ2-Düşük Orta gelir düzeyi ülkeleri;  
(b). GOÜ3- Yüksek orta gelir düzeyi ülkeleri; GÜ Gelişmiş ülkeleri göstermektedir.

**Kaynak:** World Development Report,1997, s.216-s.240 ve N. Kamuran Malatyalı, “Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, **DPT Çalışma Raporları**, No.1, 1998, s.21 ve 27

Ayrıca mali baskınlık açısından gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında büyük bir farklılık olduğu çalışmalarla da ortaya konmuştur. Gelişmekte olan ülkelere zayıf mali kurumlar ve zayıf mali yapının varlığı dikkat çekmektedir.<sup>445</sup> Ülke deneyimlerine bakıldığında hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelere bütçede verilen açıklardan dolayı mali baskınlık oranlarının yüksek olduğu ve negatif yönde ilerlediği görülmektedir. Düşük mali baskınlık ve kamu finansmanının sağlam olması gibi koşulların birçok ülke tarafından karşılanamadığı dikkat çekmektedir. Bu koşulların sağlanamamış olması ülkelerin risk primini arttırarak, nominal faizlerin yükselmesine neden olmaktadır. Eğer merkez bankası enflasyon hedeflemesi ile düşük enflasyon oranı elde etmeyi başarsa, ülkenin içinde bulunduğu mali yapı nedeniyle süreç sonunda nominal faizler hala yüksek seyredeceğinden ülkede reel faizler yine yüksek kalmaya devam edecektir. Bu yüksek reel faiz olgusu da büyümeyi azaltarak istikrarsız bir borç dengesinin oluşmasına zemin hazırlayacaktır.

446

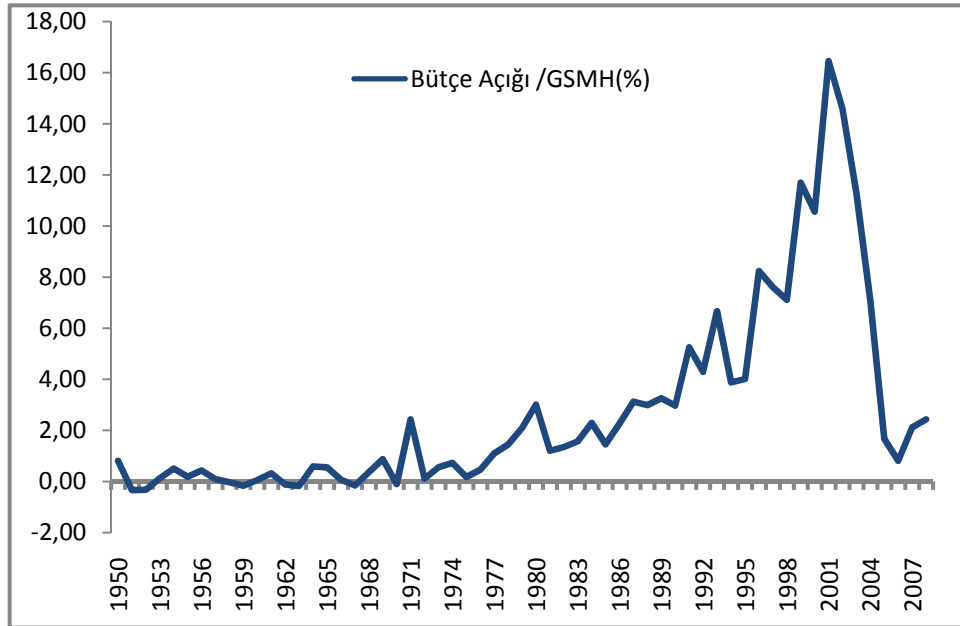
Türkiye’de mali baskınlık Grafik 2.6.’da gösterildiği gibi 2001 yılında en yüksek düzeyine ulaştıktan sonra bu tarihten itibaren geometrik olarak azalma göstermiştir. 1990-1997 arası dönemde istikrarsız seyreden kamu açığı kesimi borçlanma gereği, en az yüzde 5 en çok yüzde 12 olarak gerçekleşmiştir. Enflasyonla mücadele ve orta vadeli enflasyon hedeflerine ulaşılması açısından sıkı maliye politikasının tavizsiz

<sup>445</sup>Guillermo Calvo ve Frederic S. Mishkin “The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries,” **The Journal of Economic Perspectives**, Vol. 17, No. 4., 2003, pp. 99-118., s.104.

<sup>446</sup>Jeffrey D. Amato ve Stefan Gerlach, “Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons After a Decade,” **European Economic Review**, Cilt: 46, No: 4-5, Mayıs, ss. 781-90., 2002, s.784.

sürdürülmesi büyük önem arz etmektedir. 2002 yılından itibaren önceden belirlenen faiz dışı fazla hedeflerine hükümetin büyük ölçüde uyduğu görülmektedir. Özellikle 1980-2001 arası dönemde artarak artan bir bütçe açığı olgusu yaşanmıştır. 2002 yılında örtük enflasyon hedeflemesine geçildiğinde mali denge yüzde -14,58 olmuştur. 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçildiğinde ise enflasyon hedeflemesi açısından önemli olan mali baskınlık oranının düştüğü görülmektedir: Yüzde 0,81. “Güçlü ekonomiye geçiş programı” kapsamında uygulanan sıkı mali disiplin ve faiz dışı fazla politikaları sayesinde 2006 yılında, 1984 yılından bu yana ilk defa bütçe fazlası verilmiş ve 2006 yılında faiz dışı fazla hedefi %78,4 oranında başarılmıştır.<sup>447</sup>

**Grafik 2.6. Türkiye’de Mali Baskınlık Oranları**



**Kaynak:** TCMB ve TÜİK

Türkiye’deki iç borç stokunun 2006 yılına kadar büyük olması ve kısa vadeli borçların fazlalığı merkez bankasının faiz aracını bağımsız bir şekilde enflasyon hedeflemesi doğrultusunda kullanabilmesini zorlaştırmaktadır. Çünkü para politikası marifetiyle ekonomik göstergelerin enflasyon hedeflemesi doğrultusunda

<sup>447</sup> Durmuş Yılmaz, Ekonomik Görünüm, TCMB, Malatya, 7 Eylül 2006, s.10

kullanılması için faizleri arttırması gerektiğinde, artan faiz oranları borçlanma faiz oranlarını da yukarı çekerek borçlanma maliyetlerini arttırmaktadır. Bu da kamu kesimi açısından iç borcun çevrilmesini zorlaştırmaktadır.<sup>448</sup> Bu da göstermektedir ki MB kanunla araç ve politik bağımsızlığa kavuşmuş olsa bile faiz kararlarını sadece fiyat istikrarı hedefi doğrultusunda değil, aynı zamanda kamu kesiminin ihtiyaçlarını da gözetererek almak durumundadır. Çok kısa vadeli yüksek borç yükü enflasyonu düşürmede bir dezavantaj teşkil ettiği için Türkiye ilerde anlatılacağı üzere tam enflasyon hedeflemesi rejimine geçmeden önce örtük bir hedefleme ile gerekli önkoşulları sağlamak için zaman kazanmıştır.<sup>449</sup>

#### **2.4.5.4.5. Sağlam Makroekonomik Yapı ve Teknik Altyapı**

Bir ülkenin makroekonomik göstergeleri o ülkenin röntgen filmi niteliğinde olup, ülkenin iktisadi yapısının sağlamlığı hakkında hem ilerisi için fikir vermekte hem de enflasyon hedeflemesi rejiminin sağlam bir altyapısı olup olmadığını ortaya koymaktadır. Döviz kuru değişkenliğinin ticaret üzerindeki etkisi, emtiya fiyatlarının değişimlerine bağlı yurtiçi fiyat değişimlerinin oynaklık aralığı-enflasyonun dalgalanma marjı- ülkedeki dolarizasyon<sup>450</sup> ve ticari açıklık derecesi <sup>451</sup> enflasyon hedeflemesine başlamadan önce ülkenin hangi konumda olduğunu ortaya koymaktadır. Ekonomik aktörler bu parametrelere 0-100 arası baz puan ataması yaparak kendi ülkelerini dünya ile kıyaslama şansına sahip olmaktadır. Bu sayede ülke ekonomisinin sağlamlığı test edilmiş ve kırılganlık noktaları ortaya konulmuş olur.

Sağlam ekonomik yapının en temel göstergelerinden biri enflasyondur. Zira enflasyonun kronikliği ve fiyatların istikrarsız olması, ekonomik yapının zayıf, kırılgan, riskli ve istikrar olduğunu ortaya koymaktadır. Türkiye için 1970-2005 arası dönemde ortalama yıllık enflasyon % 45,27 ve enflasyonun standart sapması 26,1 olarak gerçekleşmiştir. EHR uygulaması öncesi bu oranlar oldukça yüksek olup

---

<sup>448</sup> Kaya, **a.g.e.**, s.195.

<sup>449</sup> Ercan Uygur, “Enflasyon, Para ve Mali Baskı: İktisat Politikasında Geri Kalmışlık” **İktisat, İşletme ve Finans**, Yıl:16, Sayı:189, 2001, s.7-23

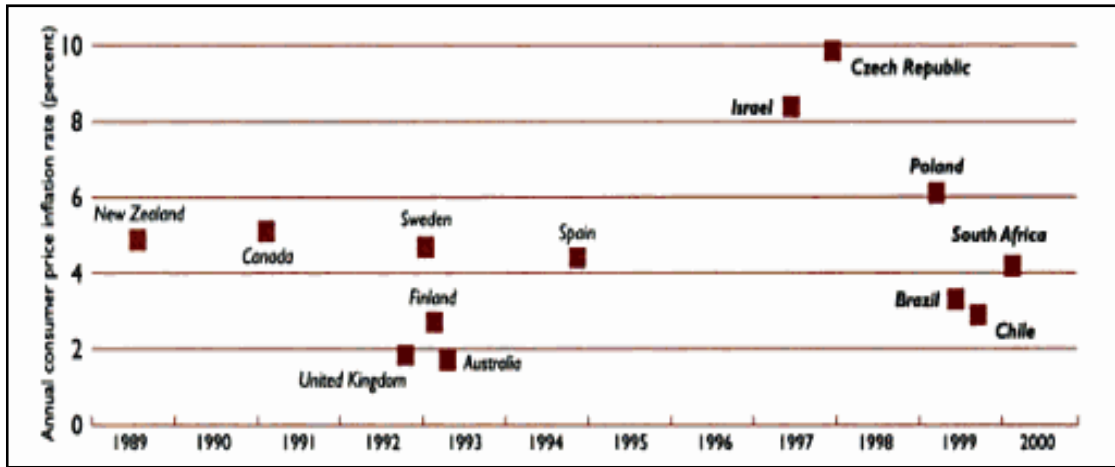
<sup>450</sup> Tüm mevduatlar içindeki yabancı mevduatların oranı

<sup>451</sup> İhracat ve ithalatın toplam değerinin GSYİH’ya oranı

kendi içinde de volatilitesi yüksektir. Yüksek volatilité, aynı zamanda yüksek olan fiyatların istikrarlı olmadığını, sürekli dalgalanmalar gösterdiğini ispatlamaktadır. Bu da ekonomik birimler için bir dönem sonrasının belirsiz olması anlamına gelmektedir. Bu yüksek volatilité ve belirsizlik hâli, çıktı arzını negatif şok şeklinde etkilemektedir.<sup>452</sup>

Bu bağlamda dünyadaki uygulama örneklerine baktığımızda; enflasyon hedeflemesi rejimine geçen ülkelerin başlangıç durumundaki enflasyon oranları Grafik 2.7’de gösterilmektedir. Grafiğe göre enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerin büyük çoğunluğu enflasyon oranlarını tek haneye indirdikten sonra söz konusu rejime geçmişlerdir.<sup>453</sup>

**Grafik 2.7. Ülkelerin Enflasyon Hedeflemesine Geçiş Tarihlerindeki Enflasyon Oranları**



**Kaynak:** Andrea Schaechter, Mark R.Stone and Mark Zelmer, **Adoption Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries**, IMF Washington DC, 2000, s.45

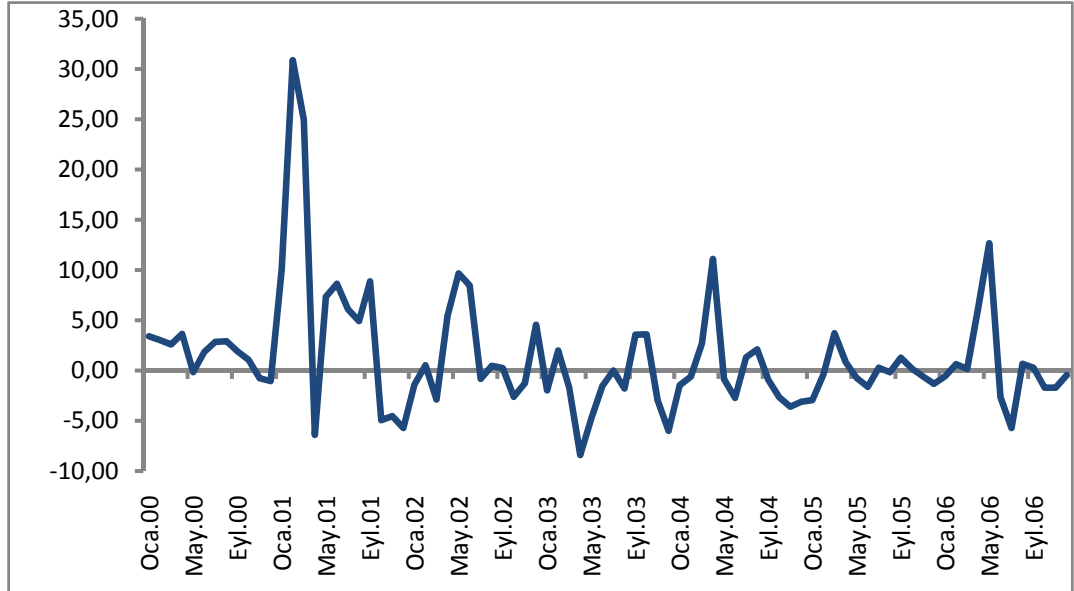
Diğer sağlamlık göstergeleri ön koşullar olarak ayrı ayrı ele alındığı için ayrıca detaya girilmeyecektir. Ancak döviz kuru değişkenliğine bakmakta fayda vardır. Zira kurların istikrarsız olduğu, sıçrama ve alçalmaların yoğun olduğu bir para biriminin

<sup>452</sup> Nadia Saleem, “ Adopting Inflation Targeting in Pakistan: An Empirical Analysis”, **The Lahore Journal of Economics**, No. 15:2, 2010, pp.51-76, s.62

<sup>453</sup> TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi**, s.17

hüküm sürdüğü ekonomik ortamın sağlam olmasından bahsedilemeyeceği gibi o para birimine güvenerek fiyatların istikrara kavuşacağını öngörmek de mümkün olmamaktadır. Grafik 2.8 Türkiye'nin 2000 ve 2006 arası dönemdeki USD/TL kurundaki oynaklığı göstermektedir. Dalgalı döviz kuru sistemine geçilen 22 Şubat 2001 tarihini takip eden ilk aylarda döviz kuru hızla yükselmiş ve 2005 yılı başına kadar da yüzde 10 oranında oynaklıklar göstermiştir. Özellikle enflasyon hedeflemesi öncesi bu dalgalanma marjının minimuma indiği görülmektedir.

**Grafik 2.8. Döviz Kurundaki Oynaklık (USD Doları, yüzde değişim)**



**Kaynak:** TCMB

TCMB'nın açık enflasyon hedeflemesi politikası öncesinde, diğer ön koşullar gibi döviz piyasalarının da belli bir istikrar düzeyine indirildiği söylenebilir. Bütün bunlara ilave olarak, merkez bankası enflasyonu doğru bir şekilde tahmin etmek için geniş bir bilgi setine ve tahmin modeline de ihtiyaç duymaktadır.

#### **2.4.5.5. Hedef Değişkenin Seçilmesi**

Enflasyon hedeflemesi rejimi için ön koşullar yerine getirilirken, yukarıda sayılan makroekonomik ve yapısal koşullarla beraber hedeflerin hangi değişken üzerinden

tanımlanacağına karar verilmesi gerekir. Enflasyon hedeflemesi rejiminde toplumun tanıdık olduğu bir endeksin hedef değişken olarak seçilmesi önem arz etmektedir. Genellikle toplumun tüm kesimlerince kolaylıkla takip edilebiliyor olması ve ortalama bir tüketicinin harcama sepetini temsil ettiği için tercih edilen Tüketici Fiyat Endeksi ve bundan türetilen çekirdek fiyat endeksleri ile harmonize edilmiş fiyatlardan oluşan bazı özel fiyat endeksleridir.<sup>454</sup> Ayrıca bu endeksin tercih edilme sebeplerinden bir tanesi tüm ülkelerde sık aralıklarla yayınlanması,<sup>455</sup> diğeri de TÜFE'nin merkez bankasına güvenilirlik ve esnek politikalar arasında değiş tokuş yapma imkânı tanınmasıdır.

Çekirdek enflasyonun merkez bankalarınca tercih edilmesinin muhtemel sebeplerinden bir tanesi, parasal olmayan belirleyicilerin enflasyona olan etkisini ilk başta göz ardı etmektir. Bu sayede, Yeni Zelanda örneğinde olduğu gibi, dolaylı vergiler ve doğal afetler gibi merkez bankası dışında meydana gelen gelişmelerin hedeflenen fiyat endeksinde yer alması önlenmiş olur. Ancak bunun olumsuz yansıması hâsılada ortaya çıkabilir. Çünkü fiyat endeksine odaklanan merkez bankası ekonomide daralmaya yol açan fiyatların etkisini dikkate almayabilir. Ekonomideki ücretlerin ve fiyatların TÜFE genel endeksine göre ayarlandığı bir eknomide merkez bankasının çekirdek enflasyonu hedeflemesi sonucu, çekirdek enflasyondaki hareketlere göre bu fiyatların reaksiyonları çeşitli dalglanamalara yol açabilir. Bu yüzden de merkez bankası toplumu bu endeks hakkında iyi bilgilendirmek zorundadır. Aksi takdirde bu göstergelerin hedeflenmesi toplumda inandırıcılık sorununa yol açabilmektedir.<sup>456</sup> Seçilen endeksin sık sık değiştirilmemesi ve açıkça hesaplanabilmesi de önem arzeden bir diğer konudur. Mesela günümüzde Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK), 12 kategoride toplam 442 mal ve hizmetin oluşturduğu bir sepet üzerinden TÜFE endeksi hazırlamaktadır. Bu endeksteği yüzde ağırlıklar ve

---

<sup>454</sup> Alternatif bir endeks türü olarak da GSYİH deflatörü dikkat çekmektedir. bu endeks hem sık açıklanmadığı hem de içerisindeki mal ve hizmetlerin sürekli bir değişime uğraması nedeniyle uygulanan para politikalarının güvenilirliğine ve şeffaflığına potansiyel bir tehlike oluşturacağı düşünülmektedir (Schaechter ve diğ., 2000, Kara ve Orak, ag.e, s.8)

<sup>455</sup> Kara ve Orak, **a.g.e.**, s.8

<sup>456</sup> Ferya Kadioğlu, Nilüfer Özdemir ve Gökhan Yılmaz, "Inflation Targeting in Developing Countries", **TCMB Tartışma Tebliği**, 2000, s.16

sepetteki mal ve hizmetlerin süreklilik arzemesi inandırıcılık açısından önem arz etmektedir.<sup>457</sup>

Tablo 2.24 ‘de yer alan endeks örneklerine bakıldığında ülkelerin çoğunlukla hedeflerini Tüketici fiyat Endeksi üzerinden tanımlamayı tercih ettikleri görülmektedir. Her ne kadar ülkeler iletişim ve beklentileri yönlendirme bağlamında belirli aralıklarla çekirdek enflasyonu da hesaplayıp ilan ediyorlarsa da TÜFE genel endeksi kamuoyuna hem çok tanıdık olduğu için hem de bu endeks merkez bankası dışında istatistik kurumu tarafından hesaplandığından daha çok tercih edilmektedir. Bazı ülkeler TÜFE endeksini bazı mal gruplarını çıkardıktan sonra kullanmayı tercih etmektedirler. Örneğin, Yeni Zelanda Güney Afrika ve Birleşik Krallık, mortgage faiz ödemelerini dikkate almayan bir TÜFE endeksi hedeflemektedirler.<sup>458</sup>

**Tablo 2.24. EnflasyonHedeflemesi Rejiminde Kullanılan Fiyat endeksleri**

| Fiyat endeksi | Ülkeler                                                                                                                                                                                                                                |
|---------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| TÜFE Genel    | Avustralya, Brezilya, Çek Cumhuriyeti, Endonezya, İngiltere, İsrail, İsveç, İsviçre, İzlanda, Filipinler, Gana, Guatemala, Kanada, Kolombiya, Kore, Macaristan, Meksika, Peru, Polonya, Romanya, Slovakya, Şili, Türkiye, Yeni Zelanda |
| TÜFE Çekirdek | Güney Afrika, Norveç, Tayland                                                                                                                                                                                                          |

**Kaynak:** Goffrey Heenan, Marcel Peter ve Scott Roger, “Implementing Inflation Targeting:Institutional Arrangements, Target Design, and Communications”, **IMF Working Paper**, No.278, 2006, s.19; Kara ve Orak, **a.g.e.**, s.9

<sup>457</sup> 2011 şubat ayında yeni enflasyon sepetinden 2 madde çıktı, 4 madde ise yeni sepete dahil oldu.Sepetten, tütün ve elbise dikiş ücreti çıkarken, erkek kot mont, uyku seti, vcd film kiralama ve özel dersane OKS hazırlık ücreti listeye dahil oldu.Yeni sepete giren madde çeşidi ise 68 oldu. Yeni dönemde 26 madde çeşidi ise liste dışında kaldı. Bu gelişmeler sonucunda daha önce 442 olan madde sayısı 444'e, 736 olan madde çeşidi sayısı ise 778'e yükseldi.Yeni dönemde geçen yıl 22 bin iş yerinden derlenen fiyatlar da, 24 bin 600 iş yerinden alınmaya başlanacak (Kaynak: TUIK)

<sup>458</sup> Goffrey Heenan, Marcel Peter ve Scott Roger, “Implementing Inflation Targeting:Institutional Arrangements, Target Design, and Communications”, **IMF Working Paper**, No.278, 2006, s.18.

#### 2.4.5.6. Merkez Bankası Hedef Ufku

Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde belirlenmesi gereken önemli bir husus da hedef ufktur. Hedef ufku merkez bankasının hedeflenen enflasyona ulaşmayı taahhüt ettiği süreyi ifade etmek için kullanılır. Daha açık ifadeyle hedef ufku, enflasyon hedeflerinin hangi sıklıkla ve hangi zaman dilimini kapsayacak şekilde ilan edileceğinin önceden belirlenmesidir.<sup>459</sup> Para politikalarının ekonomi ve enflasyon üzerindeki etkileri gecikmeli olarak ortaya çıktığından, ilgili ülkedeki aktarım mekanizmalarının etkinliğine ve finansal durumuna göre bu süre değişiklik göstermektedir. Ancak hiçbir ülke için bu süre bir yıldan daha kısa bir süre değildir. Enflasyon hedeflemesinde mevcut yılın enflasyon oranı iki yıl önceden merkez bankası tarafından taahhüt edilir. Ancak mesela 2012 enflasyon hedefini 2010 yılında açıklayan banka 2011 yılında 2012 için yeni bir hedef tayin edebilmektedir. Enflasyon hedefini değiştirebilmektedir. Zaman içinde değişen enflasyon hedefi ile merkez bankası, arz şoklarının çıktı açığında dalgalanma yaratmasının önüne geçmeye çalışmaktadır. Merkez bankaları, (özellikle gelişmekte olan ve dalgalı kur politikası uygulayan ülkelerin bankaları) çıktı dalgalanmalarını önemsemek ve buna göre önceden enflasyon hedefi açıklamak durumunda kalmaktadırlar. Uzun dönem enflasyon hedefine kademeli geçiş stratejisi çerçevesinde ulaşmaya çalışırlar. Ulaşılan istikrarlı fiyat düzeyi, hâsıladaki dalgalanmaları azaltacağından, merkez bankaları için çıktı açığını mı yoksa enflasyonu mu daha çok önemsemek gerektiği bir ikilem olmaktan çıkacaktır.<sup>460</sup> Düşük enflasyon oranlarında merkez bankasının ağırlık verdiği kısmın çıktı açığı yada enflasyon olması arasında uzun dönemde küçük farklılıklar olmasına karşın, yüksek enflasyon oranlarında bu değiş tokuş arasında anlamlı büyük farklılıklar olmaktadır.<sup>461</sup>

Diğer taraftan, çok uzun süreli olarak belirlenen hedef ufkunun inandırıcılık etkisi kısa süreli hedef ufkuna göre düşüktür. EHR uzun bir zaman aralığında gereğinden

<sup>459</sup> Kara ve Orak, **a.g.e.**, s.9 ; Andrea Schaechter, Mark Stone ve Mark Zelmer, “Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries”, **IMF Occasional Paper**, No. 202, 2000.

<sup>460</sup> Kevin X.D. Huang and Zheng Liu, “Inflation Targeting: What Inflation Rate to Target”, **Journal of Monetary Economics**, No.52, ss.1435–1462, 2005, s.1427.

<sup>461</sup> Marvin Goodfriend, Robert G.King, “The Case for Price Stability”, **Working Paper**, No.8423, 2001, s.1



fazla uzadıkça, kamuoyu nezdinde merkez bankasının arzulanan enflasyon hedeflemesine ulaşamayabileceği hatta belki de bu hedefleme rejimini terkdebileceği endişesi hâkim olabilmektedir. Bu da banka için güvenilirlik kaybı demektir. Eğer merkez bankasının hedef enflasyon için belirlediği hedef aralığı geniş tutulursa, hedef ufku bu durumda kısa tutulmalıdır. Enflasyon hedeflemesinde kısa hedef ufkundan kaçınmak için yapılması gereken enflasyon hedefini iki yıl önceden oluşturmaktır.<sup>462</sup> Buna rağmen hedef ufkunun uzamasının tahmin edilen enflasyona olan güveni azaltacağını öne süren iktisatçılar, 18 ay sonra için yapılan tahminin ve bu tahmine dayandırılan para politikasının inandırıcılık sorunu yaşayacağını vurgulamaktadırlar.<sup>463</sup> Bernanke ve diğ. (1999), bu hedef ufku süresinin bir yıldan kısa ve dört yıldan uzun olmaması gerektiğini, bu sürelerin dışındaki zaman dilimleri için yapılacak hedeflemenin anlamlı olmayacağını vurgulamaktadırlar.<sup>464</sup>

Ancak enflasyon hedefinin nokta olarak atandığı ve bu nokta etrafında 2-3 yıl kadar bir belirsizlik aralığının belirlendiği Türkiye’de hedef ufku 2007 yılında 3 yıl iken 2009 yılında 2 yıla kadar inmiştir. Hedef aralığının geniş ya da dar tutulmasının sinyal etkisi yaparak toplumsal beklentileri kontrol altında tutmada önemli bir rol üstlendiği açıktır. Geniş aralık enflasyon taahhüdünü belirsiz hale getirebilir endişesi merkez bankalarını dar aralık seçmeye zorlamakta ve zamana yayılan bir hedef ufku belirlemelerine neden olmaktadır.<sup>465</sup> Mesela Türkiye için 2007 yılında, hedef ufku üç yıl ilken TCMB ekonomide yaşanan yapısal dönüşümleri ve orta vadede enflasyon oranlarının gelişmiş ülkelere yakınsama sürecini göz önünde bulundurarak bu ufku 2009 yılında iki yıla indirmiştir. 2007 yılı için belirsizlik aralığı hedef etrafında yüzde iki kadarlık sapma olarak tanımlanmış ve yıl sonu enflasyon hedefi ile tutarlı üçer aylık enflasyon patikasını kamuoyuna açıklamıştır.<sup>466</sup> Söz konusu enflasyon patikası, IMF ile yapılan program çerçevesinde, üçer aylık uzun dönem hedefleri şeklinde 2009 yılı sonu için yüzde 7,5 olarak belirlenmiştir. Üçer aylık

---

<sup>462</sup> Frederic S. Mishkin, “Inflation Targeting,” **National Bureau of Economic Research**, 2000, s.13.

<sup>463</sup> Ercan Kumcu, “9 Ayda Etki Yapmayan Politika Politika Olamaz”, **Habertürk**, 18 Mayıs 201

<sup>464</sup> Ben S. Bernanke, Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin ve Adam S. Posen, **Inflation Targeting: Lessons from the International Experience**, Princeton, N. J.: Princeton University Press, 1999, s.31

<sup>465</sup> Mishkin ve Schmidt-Hebbel, **a.g.e.**, s.14

<sup>466</sup> TCMB, Yıllık Rapor 2007, 24 Nisan 2008, s.38-39

dönemler için oluşturulan hedefle uyumlu patika ve bu patika etrafındaki yüzde ikilik belirsizlik aralığı 2009 yılı için Tablo 2.25'te gösterilmektedir.<sup>467</sup> Hedeflemenin ilerleyen sürecinde belirsizlik aralığının yüzde iki olarak korunmaya devam ettiği, ancak patikanın zaman içinde azalarak yüzde 9,7 den yüzde 7,5'e indirildiği tablodan görülmektedir. Patika, alt ve üst enflasyon hedeflerinin orta noktası olduğuna göre, enflasyonda yaşanan bu sert düşüşün nedeni olarak TCMB küresel krizin toplam talepte yarattığı daralma ve emtia fiyatlarındaki düşüşleri göstermektedir. Mali tedbirler çerçevesinde yapılan vergi indirimleri fiyatlar üzerinde aşağı yönlü baskı yaratmış ve enflasyon oranının iki dönem belirsizlik aralığının alt sınırının da altında gerçekleşmesine sebep olmuştur. Böylece Haziran ve Eylül aylarında enflasyon oranları belirlenen hedef patikasının altında kalmıştır. Aralık ayında baz etkisi ile enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki yükselişler nedeni ile enflasyon oranı bir miktar yükselse de 2009 yılı sonunda enflasyon oranı yüzde 6,53 ile belirsizlik aralığının içinde gerçekleşmiştir.<sup>468</sup>

**Tablo 2.25. 2009 Yılında Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası Belirsizlik Aralığı ve Enflasyon Gerçekleşmeleri**

|                                       | <b>Mart</b> | <b>Haziran</b> | <b>Eylül</b> | <b>Aralık</b> |
|---------------------------------------|-------------|----------------|--------------|---------------|
| <b>Belirsizlik aralığı üst sınır</b>  | 11,7        | 10,8           | 10,5         | 9,5           |
| <b>Hedefle uyumlu patika</b>          | 9,7         | 8,8            | 8,5          | 7,5           |
| <b>Belirsizlik aralığı alt sınırı</b> | 7,7         | 6,8            | 6,5          | 5,5           |
| <b>Gerçekleşmeler</b>                 | 7,89        | 5,73           | 5,27         | 6,53          |

**Kaynak:** TCMB Yıllık Rapor 2009, 20 Nisan 2010, s.40

Bu konuda bir fikir vermesi için EHR'ni uygulayan Kanada Merkez Bankası'nın (Bank of Canada) uygulamasına bakmakta fayda vardır. Banka, çok kısa hedef ufku ile enflasyon hedeflemesini gerçekleştirmek istemiştir. 1991 yılında Kanada'da EHR benimsendiğinde, Bank of Canada 22 aylık bir hedef ufkunda para politikası sonuçlarını elde etmeyi ummuştur. İlerleyen süreçte fiyatlarda istikrar elde eden banka; enflasyon tahminlerini yüzde ikilik bir belirsizlik aralığında yüzde 1-3 olarak

<sup>467</sup> TCMB, Yıllık Rapor 2009, 20 Nisan 2010, s.40

<sup>468</sup> A.e., s.41

uzun döneme yaymıştır.<sup>469</sup> Böylece, geniş bir zaman diliminde ortalama enflasyon oranının tahmin edilebilirliği para politikasınca mümkün hale gelebilmiştir.<sup>470</sup>

#### 2.4.6. Türkiye'nin Enflasyon Hedeflemesi Rejimine Geçiş Süreci

2000 yılı başında uygulamaya konulan enflasyonu düşürme programında parasal ve mali disiplinin bir dizi reformla beraber gerçekleştirileceği IMF ile yapılan anlaşmalar çerçevesinde karara bağlanmıştı. Bu bağlamda 25 Nisan 2001 yılında çıkarılan 4651 sayılı yasa ile Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), araç bağımsızlığına kavuşmuştur. Aynı yasa ile bankanın hazineye doğrudan kredi açması da yasaklanmıştır. Böylece kronik enflasyonun en büyük nedeni olarak görülen kamu açıklarının merkez bankası kaynakları ile finanse edilmesi uygulaması kanunen de sona ermiş oldu. Programın parasal ayağı önceden açıklanan döviz kuru çapasına dayanmaktaydı. Ancak 2001 Şubat krizi ile sabit kur düzeni yerini dalgalı kura bırakınca, program revize edilmiş ve programın parasal ayağı net iç varlıklar ve net dış varlıklar hedeflemesine dayandırılmıştı. Dönem sonunda bu hedeflerin de inandırıcılığını kaybetmiş olduğu ve daha başka çapalara ihtiyaç duyulduğu ortaya çıkmış oldu. Ayrıca bu rejim enflasyon bekleyişlerini kontrol altına almada da etkili olamamıştır, zayıf kalmıştır.<sup>471</sup>

Geriye kalan para politikası alternatifleri arasında TCMB'nin o güne kadar kullanmadığı ancak hazırlıklarını önceden yapmaya başladığı enflasyon hedeflemesi rejimi kalmıştır. Fakat 2000-2002 arasındaki istikrar programını beraber yürüttüğü ortağı IMF, merkez bankasına kuralına uygun parasal hedefleme yada açık enflasyon hedeflemesi yapması önerisinde bulunurken, TCMB parasal hedeflemeyi yeterli olmadığı için ve açık enflasyon hedeflemesini de şartlar uygun olmadığı için red ediyor bunun yerine enflasyon hedeflemesi rejimini önce örtük bir şekilde uygulamayı teklif ediyordu. Sonuçta 2 Ocak 2002 tarihinde, açıklandığı üzere, enflasyon hedeflemesine örtük olarak geçilmesine karar verilmiştir.<sup>472</sup> Bu dönemde bir yandan, dalgalı kur rejimi altında, kısa vadeli faiz oranları temel para politikası

<sup>469</sup> Mishkin, **Issues in Inflation Targeting**, s.13.

<sup>470</sup> Bank of Canada, (Çevrimiçi), <http://www.bankofcanada.ca/rates/indicators/key-variables/inflation-control-target/#targetrange>, Erişim: 27.05.2011.

<sup>471</sup> Özatay, **Parasal İktisat Kuram ve Politika**, s.405-406

<sup>472</sup> Fatih Özatay, "Örtük Hedefleme Nasıl Doğdu", **Radikal Gazetesi**, 12 Haziran 2006.

aracı olarak kullanılırken, diğer yandan da IMF ile yürütülmekte olan programın bir parçası olan para tabanı nominal çapa olma işlevini sürdürmeye devam etmiştir.<sup>473</sup> Bir anlamda belli bir süre iki çapayla yola devam edilmiştir.

Zaten merkez bankası para politikası çalışmalarını 2001 yılından itibaren enflasyon hedeflemesi rejimine geçme niyetine göre ayarlamıştı. Bunda etkili olan en önemli sebep gelişmekte olan benzer ülkelerin bu rejim sayesinde elde ettiği başarılı uygulama sonuçlarıdır. Ancak enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi için yukarıda açıklanan önkoşulların belli ölçüde yerine getirilmesi gerekmektedir. Banka istikrarlı bir ekonomik ortamın önkoşulları olmadan istikrarın gelemeyeceğine vurgu yapıyordu.<sup>474</sup> Ayrıca enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmeden önce dalgalanma marjı yüksek olan enflasyonun kendisinin de öngörülebilir ve hedeflenebilir bir düzeye inmesi gerekmektedir.<sup>475</sup> Bu yüzden enflasyon hedeflemesi rejimi başlangıçta örtük olarak uygulanmış, 2006 yılından sonra ise açık biçimde enflasyon hedeflemesi politikası izlenmeye başlanmıştır.<sup>476</sup>

Ön koşulların yanı sıra örtük bir enflasyon hedeflemesi ile açık enflasyon hedeflemesine geçilmek istenmesinin diğer sebebi de geçmiş enflasyona dayalı fiyatlama alışkanlığının ve döviz kuru artış hızının enflasyon ile ilişkisinin 2002 yılında hala çok kuvvetli olmasıdır. Bu ilişkiyi kırmak için önce kurun dalgalanmasına izin verildi,<sup>477</sup> ardından da örtük süreçte merkez bankası bireylerdeki fiyatlama alışkanlığının geçmiş dönem enflasyonu yerine gelecekteki enflasyona endekslenmesi ve bunun yaygınlaşması için çalışmalar başlatmıştır.<sup>478</sup>

2006 yılından açık enflasyon hedeflemesine geçildikten sonra, TCMB enflasyon hedeflerini para ve kur politikası çerçevesini çizen temel politika metinleri yoluyla,

<sup>473</sup> TCMB, Yıllık Rapor 2005, s.73

<sup>474</sup> TCMB, “2002 Yılında Para ve Kur Politikaları ve Muhtemel Gelişmeler”, Basın Duyurusu 2 Ocak

<sup>475</sup> TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi**, s.16-17

<sup>476</sup> TCMB, **2002 Yılında Para ve Kur Politikası Muhtemel Gelişmeler**

<sup>477</sup> 2001 şubat ayında dalgalı kur rejimine geçilmesinin en önemli nedenlerinden bir tanesi de merkez bankasının rezervlerini kaybetmesinin önüne geçmek ve kur riskini piyasaya yüklemek istemesidir. 2001 yılında 25 milyar dolar olan döviz rezervleri iki günde dokuz milyar dolar azalınca döviz rezervlerini daha fazla eritmek istemeyen banka hükümetle ortaklaşa karar alarak, sabit kurdan dalgalı kura geçmiştir. (Süleyman Yaşar, “Kendi Portföyünüz mü Türkiye mi?”, **Sabah Gazetesi**, 10 Ekim 2011)

<sup>478</sup> TCMB, **A.e**

üç yıllık dönemi kapsayacak şekilde her yılın sonunda anons etmeye başlamıştır. Üç yıl olarak belirlenen bu “enflasyon ufku” her yılın sonunda yapılan duyurularla korunmuş ilerleyen süreçte bu ufuk iki yıla kadar inmiştir. Örneğin merkez bankası 2011 yılında gelecek iki yıl için yaptığı tahminlerde enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2011 yılı sonunda orta noktası yüzde 5,9 olmak üzere yüzde 4,5 ile yüzde 7,3 aralığında, 2012 yılı sonunda ise orta noktası yüzde 5,1 olmak üzere yüzde 3,3 ile 6,9 aralığında gerçekleşmesini beklemektedir. Merkez bankası, enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağını öngörmektedir.<sup>479</sup> Bu bağlamda 2010 yılı sonunda yayımlanan "2011 Yılında Para ve Kur Politikası" raporunda 2011, 2012 ve 2013 yıllarına ilişkin enflasyon hedefleri sırasıyla yüzde 5.5, 5.0 ve 5.0 olarak belirlenmiştir.<sup>480</sup>

Enflasyon hedeflemesi rejimi sadece sıkı para ve maliye politikası ile yapısal reformlara bel bağlamayan bunun yanında bireylerin bekleyişlerini de dikkate alan politikanın adı olarak bilindiğinden.<sup>481</sup> Bir ön hazırlık süreci sonrasında açık enflasyon hedeflemesine geçilmesi gerekmektedir.

#### **2.4.6.1.Örtük (Implicit) Enflasyon Hedeflemesi Rejimi**

2001 sonrasında para politikası artık yasal olarak da bağımsız hale gelip merkez bankasının birinci sorumluluğu fiyat istikrarı olunca, yeni para politikası stratejisi arayışları çerçevesinde, merkez bankası 2002 yılında parasal hedefleme ile birlikte örtük enflasyon hedeflemesini kullanacağını kamuoyuna duyurmuştur. Çünkü henüz açık enflasyon hedeflemesine geçilecek şartların olgunlaşmadığını banka da görmekteydi. Banka ayrıca yüksek kronik enflasyon ortamında parasal talebin tahmininde yaşanacak zorlukları ve bu zorlukların sadece parasal hedefleme ile aşamayacağını da iyi biliyordu. Özellikle, hükümetin ciddi boyutlara varan borç dinamiği ciddi bir mali baskınlık yaratarak merkez bankasının serbest hareket etmesini engelleyen önemli bir husustu.

---

<sup>479</sup> TCMB,

<sup>480</sup> TCMB, “2011 Yılında Para ve Kur Politikası”, (Çevrimiçi), [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr), Erişim:23.11.2011

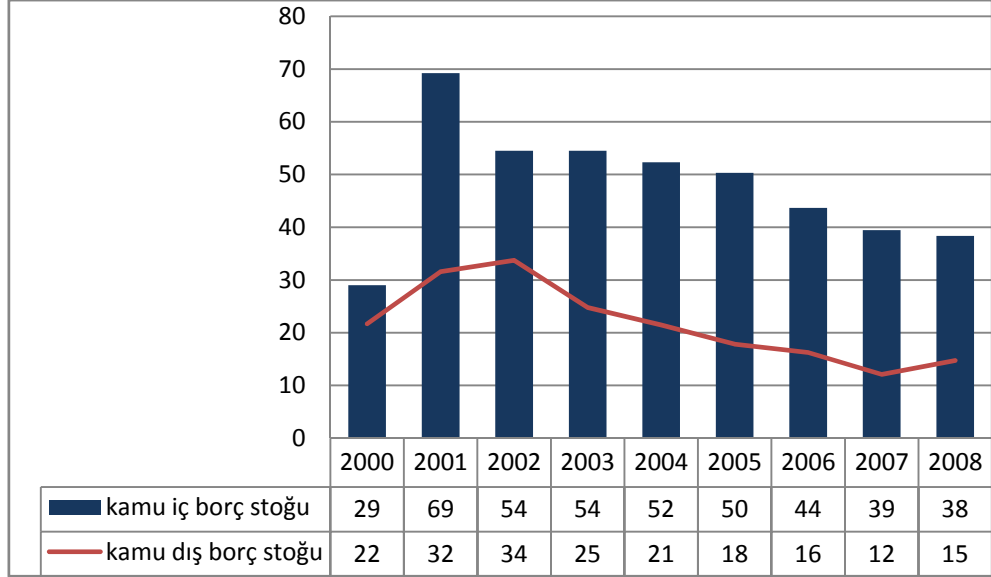
<sup>481</sup> TCMB, **2002 Yılında Para ve Kur Politikaları ve Muhtemel Gelişmeler**

İlk hedeflemenin örtük olarak planlanmasının yukarıda sayılanlardan başka nedenleri de vardı: Birincisi, faiz kararları başkanlıkça alınmaya devam ediyordu ve Para Politikası Kurulu (PPK) henüz devreye girmemişti. Hedeflemenin ilk şekli örtük olduğu için PPK'nın toplantı tarihleri kamuoyunca bilinmiyor merkez bankasının enflasyon tahminlerini yansıtan, olası politika stratejilerini içeren üç aylık enflasyon raporları da yayınlanmıyordu.

İkinci neden, bankacılık sektöründe planlanan reformlar henüz tamamlanmadığı için ekonomi yapısal olarak açık bir hedeflemeye hazır değildi. Yani açık enflasyon hedeflemesi için olmazsa olmaz sağlam finansal yapı önkoşulu tamamlanmamıştı. Üçüncü neden, ülkede hala geçmiş dönem enflasyonuna dayalı bir fiyatlama alışkanlığı vardı. Bu yüzden de hedeflenen enflasyonun bekleyişleri yönlendirmesi zor görünmekteydi. Dördüncü neden, döviz kurlarının hala bir risk unsuru taşımaya devam etmesidir. Çünkü kurda olası yukarı yönlü hareketler enflasyon hedefine zarar verebilecekti. Son neden olarak, mali baskınlık açısından Türkiye'nin henüz açık enflasyon hedeflemesine hazır olmaması gelmektedir. Olası faiz artışları Türkiye'nin borçlarını sürdürülemez hale getirebilirdi. Oysa fiyat istikrarı için faizlerin yukarıya çekilmesi gerekecekti. Bu yüzden, düşük kalacak faiz oranlarının enflasyonu yukarıya çekme potansiyeli bile vardı.

Örtük enflasyon hedeflemesi rejimi boyunca kamu net borç stoğunun GSMH'ya oranı Grafik 2.9'da gösterilmektedir. Grafikte dikkat çeken husus kamu borç stoğunun 2001'den sonra azalmaya başlamasına rağmen iç borç stoğunun hala yüksek düzeylerde kalmaya devam etmesidir. Bu da merkez bankasının para politikası araçlarını özgürce kullanmasına engel teşkil eden en önemli faktördür.

**Grafik 2.9. Başlangıç Koşullarında Kamu Borç Stoğu (Mali Baskınlık)**



**Kaynak:** DPT, Türkiye Ekonomik Göstergeler (1950-2010)

Borçların vade yapısına bakıldığında, kısa vadeli borçların fazlalılığı ve bunların dövizde endeksli olmasının yarattığı olumsuzluklar bir yana, yukarı çıkan kurların hükümetin toplam borcunu artırmaya devam etmesi karşısında merkez bankasının “kısa vadeli faizler politikası” üzerinde etkinlik kurması ve bu yolla enflasyonu aşağı çekmesi pek mümkün görünmüyordu. Çünkü Türkiye Ekonomisi kurlara ve faizler genel düzeyine içerden ve dışarıdan gelecek şoklara karşı henüz korunaklı sayılmazdı. Değişkenlerdeki oynaklığın fazla olması aktarım mekanizmasının devre dışı kalmasına neden olmaktadır.<sup>482</sup>

Bu saydığımız nedenlerden ötürü merkez bankası açık bir enflasyon hedeflemesine geçişi riskli buluyordu.<sup>483</sup> Bu yüzden de TCMB aşamalı olarak enflasyon hedeflemesi rejimine geçmeye karar vermiştir. Bu bağlamda çözüm olarak bulunan “örtük enflasyon hedeflemesi rejimi” bir geçiş sürecini temsil edecekti. Bu rejim enflasyon hedefini resmi olarak ilan etmeden, merkez bankası politika araçlarını kullanarak tahmin edilen enflasyon hedefini tutturmaya dayanmaktaydı. Merkez

<sup>482</sup> TCMB, “2005 Yılında Para ve Kur Politikaları”, s.2-3.

<sup>483</sup> Özatay, **Parasal İktisat Kuram ve Politika**, s.406-407

bankası böylece beklentileri örtük de olsa yönetmekte ancak hesap verme sorumluluğunu üstlenmemektedir. Yine bu süreçte fiyat istikrarına ulaşma noktasında örtük enflasyon hedeflemesi rejimi, parasal büyüklük hedefleri ile birlikte kullanılmıştır.<sup>484</sup>

Örtük enflasyon hedeflemesi rejimi döneminde yaşanan bazı olumsuz gelişmeler kısaca şunlardır: Birincisi, 2002 yılında yaşanan siyasi belirsizlik ortamı ve erken genel seçimler ekonomide belirsizlik yaratmıştır. Bu durum döviz kurlarını yukarıya hareket ettirmiş ve Türkiye'nin kredi riski artmıştır. İkinci kırılma noktası, 2003 yılında patlak veren Irak Savaşı'dır. Bu savaş piyasa faizlerinin ve döviz kurlarının tekrar sıçramasına neden olmuştur. TCMB önlem olarak politika faizlerini sabit tutmuş ve savaş sonrasında tekrar faizlerde indirimde gidilmiştir. Üçüncü ve en önemli şok gelişme de 2004 yılında gelmiştir. Amerika Merkez Bankası FED'in beklenenden önce agresif şekilde faiz artırımına gidebileceği söylentileri küresel risk alma iştahını iyice azaltmış, faiz ve kurları tekrar yukarı yönlü harekete geçirmiştir. Ancak 2004'ün Aralık ayında Türkiye ile ilgili AB tarafından alınan “müzakerelere başlama kararı” risk algısının tekrar yukarı çıkmasına yardımcı olmuş ve TCMB şokun ortadan kalkması ile ana eğilimleri doğrultusunda politika yürüteceğini faizleri sabit tutarak göstermiştir. Bu olumlu hava ile TCMB 2005 yılında peşi sıra faiz indirimlerine gitmiş ve 2002-2005 arası dönemde, uygulanan sıkı maliye politikalarının da desteği ile, başarılı bir politika süreci izlenmiştir.<sup>485</sup>

#### **2.4.6.2.Açık (Explicit) Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ve Genel Çerçevesi**

Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde gerçekleştirilen bankacılık reformu, iyileşen mali yapı, uluslararası piyasalarda Türkiye'nin kredi riskinin tarihin en düşük seviyesine gerilemesine yol açmıştır. Uluslararası piyasalarda gelişmekte olan ülkeler için risklilik durumlarını ortaya koyan EMBI-Emerging Market Bond Index Grafik 2.11'den de görüleceği üzere 2003 yılından itibaren bir düşüş trendi göstererek, 1000 baz puan seviyesinden 2005 yılının başında 250 baz puan seviyesine kadar düşmüştür. Bu da Türkiye açısından yabancıların risk alma iştahlarının arttığını

<sup>484</sup> Kara ve Orak, **a.g.e**, s.37-38

<sup>485</sup> Özatay, **Parasal İktisat Kuram ve Politika**, s.410-411

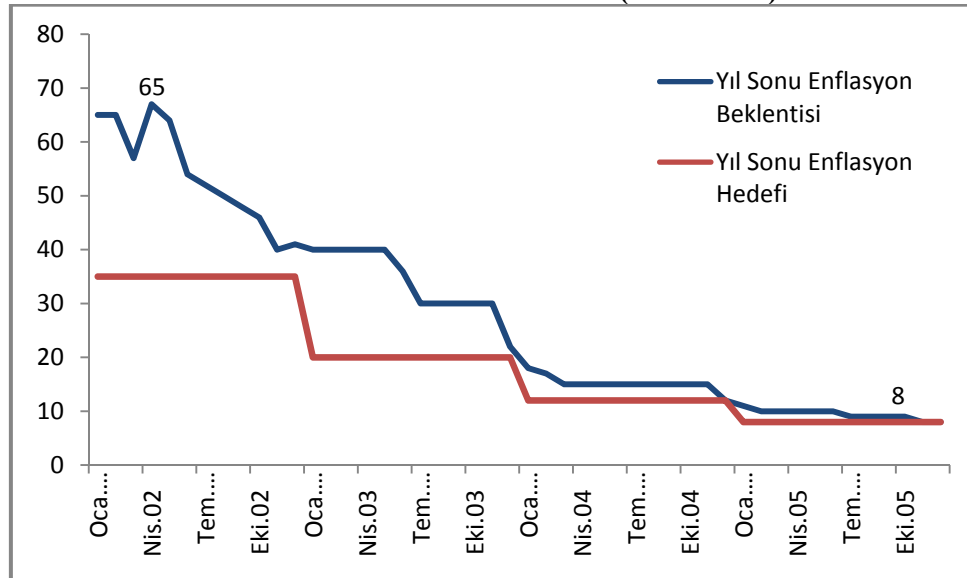


göstermektedir. Yani ekonominin gidişatı uluslar arası pazarlarda da olumlu yönde değerlendirilmektedir.

Örtük hedeflemeden açık hedeflemeye geçmek için bazı ön koşulların iyileştirilmesi gerektiğinden, geçen dört yıllık süre bu şartları sağlama açısından verimli geçmiş, eksiklikler tamamlanmaya, ekonomide varolan istikrarsızlıklar kurumsal düzenlemeler, sıkı para ve maliye politikası ile desteklenmiş gelirler politikası yardımıyla azaltılmaya çalışılmıştır.

Örtük enflasyon hedeflemesi ile tam enflasyon hedeflemesi arasında geçen 4 yıllık sürede merkez bankası enflasyondaki ataleti kırmak için kararlı bir tutum sergilemiştir. Politikaların kredibilitesini arttıran bu durum iktisadi ajanların enflasyon beklentilerinin hedefle yakınsamasını sağlamıştır. Yılsonu enflasyon hedefi ile enflasyon beklentisi arasında 2002 Ocak ayında 13,3 puanlık bir güvenilirlik farkı varken; 2005 Ocak ayında bu fark 0,78 puana kadar inmiştir (Grafik 2.10).<sup>486</sup> Zaten beklentilerin iyi yönetildiğini ve iletişime özel bir önem verildiğini yüzde 65'ten yüzde 8'e inen yılsonu enflasyon beklentisi de teyit etmektedir.

**Grafik 2.10. Güvenirlik Farkı (2002-2005)**

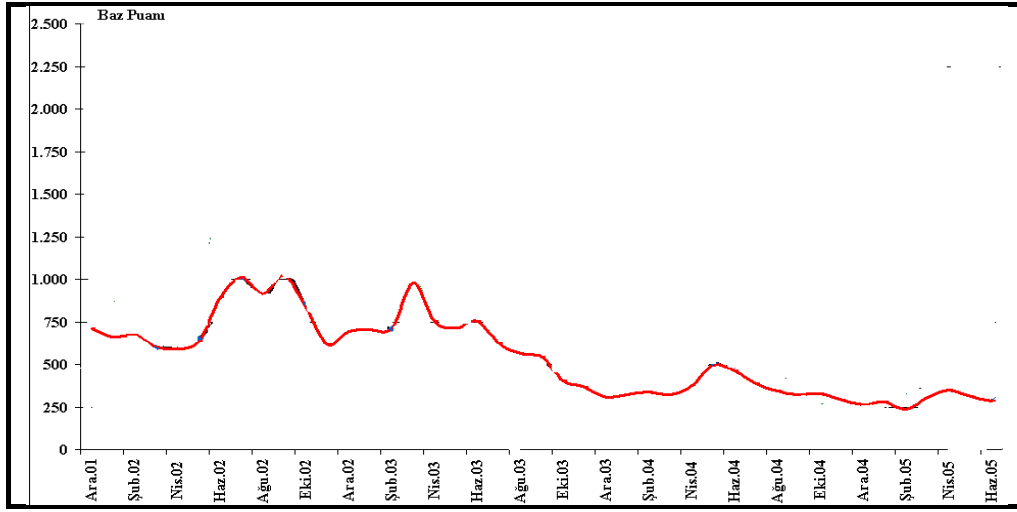


Kaynak: TCMB

<sup>486</sup> Durmuş Yılmaz, 75. Olağan Genel Kurul Toplantısı Açış Konuşması, Ankara, TCMB, 6 Nisan 2007, s.3

2005 yılına gelindiğinde, örtük enflasyon hedeflemesi adıyla uygulanmakta olan para politikası stratejisi, açık enflasyon hedeflemesi rejimi için gerekli olan çok sayıda unsuru içeren bir vasıf kazanmış ve bu para politikası rejimine geçmek için lazım gelen önkoşullarda önemli ilerlemeler kaydedilmiştir.

**Grafik 2.11. EMBI\* -Türkiye**



\*: EMBI: Gelişmekte olan ülkeler tahvil endeksi olup, ilgili ülkenin risklilik durumunu ortaya koymaktadır.

**Kaynak:** TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Sayı 1, Ağustos 2005, s.11

2002 yılından beri devam eden hazırlık çalışmaları 2005 yılında hız kazanmış ve bir dizi yenilik yapılmıştır. Bunların başında da para politikası karar alma mekanizmasının şeffaflaştırılması,<sup>487</sup> iletişim politikalarının etkin hale getirilmesi ve merkez bankasının para politikası üzerindeki etkinliğinin artırılması gelmektedir.<sup>488</sup>

2005 yılı aslında bir geçiş yılı olarak değerlendirilmiştir. Paradan altı sıfırın atılması ve Para Politikası Kurulu'nun karar alma sürecindeki rolü artırılarak örtük enflasyon döneminde elde edilen olumlu sonuçların perçinleşmesi sağlanmıştır.<sup>489</sup> Merkez bankası bu ilerlemeleri göz önünde tutarak, 2006 yılından itibaren açık enflasyon hedeflemesine geçilmesine karar vermiştir. Örtük enflasyon hedeflemesinden farklı

<sup>487</sup> A.e., s.6

<sup>488</sup> Para Politikası Kurulu önceden ilan edilen takvime göre toplanacak ve politika kararları kamuoyuyla paylaşılacaktı. Alınan kararların sebepleri de kamuoyu ve hükümetle paylaşılacaktı

<sup>489</sup> Kara ve Orak, a.g.e, s.38.

olarak bu rejimde şeffaflık ve kurumsal yapı ön plana çıkmaktadır.<sup>490</sup> Para kurulu artık faizler üzerinde etkili bir karar alma mekanizması haline gelmiştir. Açık hedefleme gereği kurul alınan faiz kararlarını anında kamuoyuna duyuracak; TCMB de her üç ayda bir enflasyon raporu yayınlayarak hükümet başta olmak üzere tüm kesimleri enflasyonun genel gidişatı, sapma olmuşsa sapmanın nedenleri ve ne kadar sürede tekrar tahmin ufku içine gireceği hakkında bilgi vermekle mükellef sayılmıştı.

Tüm bu olumlu gelişmelere rağmen merkez bankasının 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçmesini sağlayan temel güdü örtük hedefleme döneminde yakalanan enflasyon başarısıdır. Buna göre 2002 ve 2005 arasında gerçekleşen enflasyon değerleri açıklanan hedeflerin hep altında kalmıştır. Tablo 2.26’da hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon oranları gösterilmektedir. Tabloda örtük hedeflemenin uygulamada olduğu ilk üç yıl gerçekleşen enflasyonun hedeflenen enflasyon değerlerinin altında kaldığı; sonraki 3 yıl, 2006, 2007 ve 2008 yıllarında, açık enflasyon hedeflemesine geçilip nokta hedef tayin edilince hedeflerin %100 ve hatta üzerinde sapmalar gösterdiği görülmektedir. 2009 ve 2010 yıllarında enflasyonun hedefin altında gerçekleşmesinde ise dünyada etkili olan küresel mali durgunluğun büyük etkisi olduğu söylenebilir.

**Tablo 2.26. TÜFE Değişim Oranları ve Enflasyon Hedefleri**

|                        | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Hedef (%)</b>       | 35   | 20   | 12   | 8    | 5    | 4    | 4    | 7,5  | 6,5  | 5,5  | 5    | 5    |
| <b>Gerçekleşme(%)</b>  | 29,7 | 18,4 | 9,3  | 7,7  | 9,7  | 8,4  | 10,1 | 6,5  | 6,4  | -    | -    | -    |
| <b>Sapma oranı (%)</b> | -15  | -8   | -22  | -4   | +94  | +110 | +152 | -13  | -1,5 | -    | -    | -    |

**Kaynak:** TCMB

Açık enflasyon hedeflerini yasa gereği hükümet ve TCMB birlikte belirleyeceklerdi. Örtük enflasyon hedeflemesi rejiminde hedeften sapma olması durumunda hesap verme mekanizması devreye girmemekteydi. Ancak açık enflasyon hedeflemesinde merkez bankası hedeften sapılması durumunda bunun nedenlerini ve tekrar öngörülen hedef patikasına ne kadarlık bir sürede girileceğini hükümete açık bir

<sup>490</sup> Yılmaz, 75. Olağan Genel Kurul Toplantısı Açış Konuşması, s.3-4

mektupla bildirmek zorundadır. Nitekim 14 Temmuz 2006 tarihinde bu nitelikte bir mektup hükümete yazılmış ve kamuoyuna açıklanmıştır.<sup>491</sup> Ayrıca TCMB ancak olağanüstü hallerde hedeflemeden çıkış stratejisi belirleyebilecekt. Tasarlanan enflasyon hedeflemesinin bir diğer önemli unsuru da şoklar karşısında merkez bankasının ani reaksiyonlar vermesinin önüne geçilecek, ücret, kira ve diğer fiyatların enflasyonist bekleyişleri olumsuz etkileyip hedeften geçici sapmalara yol açması karşısında enflasyonun tekrar orta vadede hedef patikaya girmesi için ek önlemlere başvurulması kararlaştırılmıştır.<sup>492</sup>

Açık enflasyon rejimine geçilen Ocak 2006'dan sonraki süreçte yaşanan gelişmeler şöyledir: 2007 yılında yaşanan siyasi gerginlik, gözlenen mali gevşeme ve enerji ve gıda fiyatlarındaki artışlar para politikasını zor durumda bırakmıştır. 2008 yılında Amerika'da baş gösteren mali kriz ile Türkiye'nin kredi riski artmış; faizlerde ve döviz kurlarında dalgalanmalar yaşanmıştır. Optimum para politikası stratejisi çerçevesinde amaç fonksiyonunu (kayıp fonksiyon) dikkate alan merkez bankası üretimin potansiyel düzeyin altında gerçekleşmesi sonrasında peşi sıra politika faizlerinde indirimlere gitmiştir.<sup>493</sup> Bu bağlamda 2008 Haziran ayında Devlet Bakanı Mehmet Şimşek'e mektup yazan TCMB para politikasının temkinli durusu altında dahi yüzde 4 enflasyon hedefine ulaşmanın uzun bir süre alabileceğini işaret etmiştir. Banka, hükümete orta vadeli enflasyon hedeflerinin güncellenmesi önermekteydi.<sup>494</sup> Bu öneriler doğrultusunda yeni hedefler saptanmış ve kamuoyuna duyurulmuştur.

#### **2.4.7. Enflasyon Hedeflemesinde Dış Şok ve Dolarizasyon**

Enflasyon hedeflemesini zora sokacak iki farklı olgudan da söz edilebilir. Birincisi para ikamesi, ikincisi de dış şoklar. Merkez bankasının hareket kabiliyetini dolarizasyon (para ikamesi) azaltmaktadır. Böylece faiz politikasının diğer değişkenler üzerindeki etkisi zayıf kalmaktadır.<sup>495</sup> 2005 yılında toplam mevduatlar içindeki yabancı para oranı % 35, 2006 yılında ise % 36 olarak gerçekleştiği göz

<sup>491</sup> TCMB, Yıllık Rapor 2006, s.37

<sup>492</sup> Yılmaz, **Ekonomik Görünüm**, s.4.

<sup>493</sup> Özatay, **Parasal İktisat Kuram ve Politika**, s.415-416

<sup>494</sup> 3 Haziran 2008 Tarihli TCMB Mektubu

<sup>495</sup> Yapılan çalışmalar faiz politikasının ekonomi üzerindeki etkisini 3-6 ay arasında öngörmektedir.

önünde bulundurularak, enflasyonun düştüğü zaman dilimlerinde yerli paraya atfedilen değer arttığından, ters para ikamesi olmakta, enflasyon riskine karşı alınacak önlemlerin istenen sonuçları doğurması bazen yavaş olabilmekte yada hiç olamamaktadır.

Dış şoklar, ekonominin tek belirleyici unsurunun yerel politikalar olduğu gerçeğini bir kenara itip, uluslararası dengelerin de önem kazanmasına neden olmuştur. Dış şok riski tam da Türkiye gibi ülkeler için önem arz etmektedir. Güneydoğu Asya ve Rusya krizleri bunun en canlı örnekleri olarak durmaktadır. 1997 Güneydoğu Asya ülkelerinde meydana gelen bankacılık krizi ülkelerde başlayan hızlı yabancı sermaye kaçışıyla derinleşmiştir.<sup>496</sup> Gelişmiş ülkelerin güven krizi Türkiye gibi ülkelerde dış şok olarak kendisini göstermekte ve böyle bir durumda merkez bankasının belli bir enflasyon hedefine sadık kalıp bu nokta hedefi tutturması olanaksız hale gelmektedir.<sup>497</sup> Nitekim açık enflasyon hedeflemesine geçilen 2006 yılından 2010 yılına kadarki enflasyon hedefleri ile gerçekleşen değerler arasındaki sapmalara bakıldığında hedeflemenin ilk üç yılında % 100 ‘den fazla bir oranda sapma olduğu Tablo 2.27’de açıkça görülmektedir. 2009 ve 2010 yıllarında hedefin tutturumuş olması, merkez bankasının enflasyon hedeflemesi başarısından çok, küresel mali krizin yol açtığı talep eksikliğinden ileri gelmektedir.

**Tablo 2.27. Hedeflenen Enflasyon ve Gerçekleşen Enflasyon**

|                 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|-----------------|------|------|------|------|------|
| Hedef           | 5    | 4    | 4    | 7,5  | 6,5  |
| Gerçekleşme     | 9,7  | 8,4  | 10,1 | 6,5  | 6,4  |
| Sapma oranı (%) | +94  | +110 | +152 | -13  | -1,5 |

**Kaynak:** TCMB

#### **2.4.8. Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ve Döviz Kuru Düzeni**

Dalgalı kur rejimi enflasyon hedeflemesi rejiminin vazgeçilmez unsurlarındandır. Bu rejim ile birlikte döviz kuru olarak dalgalı kur düzeninin tercih edilmesinin en önemli

<sup>496</sup> TCM Yıllık Rapor 1999

<sup>497</sup> Kumcu, **a.g.e.**, s.161.

sebebi dalgalı kurun içsel ve dışsal şokları absorbe etmesinin kolay olması ve fiyat istikrarı hedefine zarar vermemesidir. Bilindiği gibi sabit kur rejiminde içsel ve dışsal şokları fiyat istikrarını tehlikeye atabilecek potansiyele sahiptir.

Açık enflasyon hedeflemesi rejimi altında enflasyonun doğrudan kendisinin hedeflenmesi ve enflasyon hedefi dışında başka herhangi bir makroekonomik büyüklüğün taahüt edilmiyor olması dolayısıyla merkez bankasının açık yada üstü kapalı olarak (zımni) döviz kuru seviyesine ilişkin bir taahütte bulunması, döviz kurunun bir para politikası aracı olarak kullanılması söz konusu değildir. O halde kısa dönemde Türk Lirası'nın değerini beklentiler ve döviz arz-talebi belirlerken; orta ve uzun dönem değerini yapısal reformlar, ekonomik temeller ve orta-uzun döneme ilişkin birey beklentileri şekillendirmektedir.<sup>498</sup>

EHR altında merkez bankası döviz piyasalarında iki farklı amaçla işlem yapmaktadır:<sup>499</sup> Bunlardan birincisi, rezerv biriktirme amacıyla yaptığı döviz alım ihaleleridir. Merkez bankası, piyasada döviz arzının arttığı dönemlerde, şeffaf, günlük ve kurala bağlı olarak döviz kurunun seviyesini etkileme amacı gütmeyen ılımlı rezerv arttırma stratejisi bağlamında yapmış olduğu bu ihaleler neticesinde döviz rezervlerini arttırmaktadır. Enflasyon hedeflemesinin örtük olarak başladığı tarihten, yani Ocak 2002'den, bu yana yapılan döviz alım ihaleleri neticesinde TCMB'nin döviz rezervleri % 222 kadar artarak Eylül 2011 itibari ile 87,5 milyar Dolar düzeyine ulaşmıştır (Tablo 2.28).<sup>500</sup> Buna karşın döviz arzlarının azaldığı dönemlerde ise merkez bankası önceden duyurduğu ihaleleri iptal etme yoluna gitmektedir. Örneğin 2006 yılı mayıs ayında meydana gelen kur yükselişi dikkate alınarak döviz alım ihalelerine ara verilmiştir.

---

<sup>498</sup> Yılmaz, **Ekonomik Görünüm**, s.11

<sup>499</sup> A.e

<sup>500</sup> Aynı dönemde MB'nin altın rezervlerinde de yüzde 374'lük bir artış gerçekleşmiştir

**Tablo 2.28. TCMB Döviz ve Altın Rezervleri (2002-2011)**

| <b>Yıl</b>    | <b>Altın<br/>Rezervi(Mily.USD)</b> | <b>Döviz<br/>Rezervi(Mily.USD)</b> |
|---------------|------------------------------------|------------------------------------|
| <b>2002</b>   | 1279                               | 27006                              |
| <b>2003</b>   | 1558                               | 33724                              |
| <b>2004</b>   | 1635                               | 36006                              |
| <b>2005</b>   | 1915                               | 48320                              |
| <b>2006</b>   | 2373                               | 58332                              |
| <b>2007</b>   | 3123                               | 71568                              |
| <b>2008</b>   | 3229                               | 69715                              |
| <b>2009</b>   | 4121                               | 70689                              |
| <b>2010</b>   | 5264                               | 80696                              |
| <b>2011 *</b> | 6064                               | 87537                              |

\*: 2011 yılına ait veriler Eylül 2011 itibariyledir.

**Kaynak:** TCMB

Merkez bankasının döviz piyasalarında yaptığı ikinci işlem, döviz kurlarında oluşan yada oluşabilecek aşırı oynaklığı gidermeye yönelik, oynaklığın nedenlerini ve potansiyel gelişmeleri göz önünde tutan döviz müdahaleleridir. Bu müdahaleler piyasaya döviz satışı ve yazılı duyurular şeklinde olabileceği gibi piyasaları ve özellikle döviz spekülörlerini sözlü uyarma şeklinde de olabilmektedir.<sup>501</sup> Bugüne kadar merkez bankası aşırı oynaklığı gidermeye yönelik 15'i alım 8'i satım olmak üzere toplam 23 kez piyasalara doğrudan müdahale etmiştir. Sonuç olarak döviz piyasalarındaki gelişmelerin gerek fiyat istikrarı üzerindeki doğrudan etkisi gerekse de finansal istikrarın bir parçası olması nedeniyle merkez bankası tarafından dikkatlice takip edilmesi gerekmektedir.

#### **2.4.9. Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ve Büyüme**

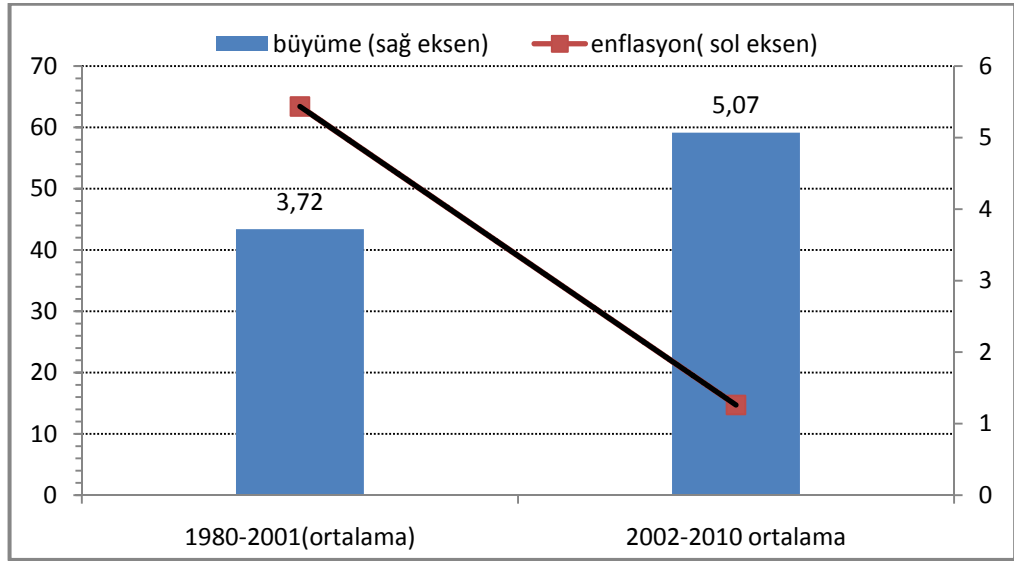
Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan merkez bankaları normal şartlarda, büyümeyi hedef alan bir politika yürütmezler, ancak esnek enflasyon hedeflemesi rejimi merkez bankalarının politika faiz oranlarını belirlerken büyümeyi ve istihdamı pozitif yönde etkileyecek kararlar almaya sevk etmektedir. Bunun için daha önce anlatıldığı üzere esnek enflasyon hedeflemesi rejiminde çıktı açığını da dikkate alan merkez bankaları Taylor Kuralı çerçevesinde, optimum politika faiz oranını

<sup>501</sup> A.e., s.12

belirlemeye çalışarak kayıp fonksiyonlarını en minimum düzeye getirmeye ve bu sayede hem ekonominin fiyat istikrarı tarafını hem de reel büyüme tarafını önemsemiş olurlar.

Türkiye yaklaşık 30 yıl kronik yüksek ve oynak enflasyon ortamında yaşamış, bu süreçte reel ekonomik büyüme hem potansiyel büyüme oranlarının altında gerçekleşmiş hem de istikrarsız bir büyüme dönemi yaşanmıştır. 2002 yılında örtük şekilde uygulamaya konulan enflasyon hedeflemesi ile fiyatlar genel düzeyi hem tek hanelere inmiş hem de istikrara kavuşmuştur. İstikrara kavuşan fiyatlar genel düzeyi, yüksek büyüme performanslarının elde edilmesinde önemli rol oynamıştır.<sup>502</sup> 2002 yılı başından 2011 Eylül ayına kadar geçen süreçte reel büyüme oranı kümülatif olarak yüzde 45,6'ya ulaşmıştır (Bkz.Grafik 2.12).

**Grafik 2.12. Büyüme ve Enflasyon Oranı**



**Kaynak:** TCMB

#### **2.4.10. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Diğer İstikrar Politikaları ile Karşılaştırılması: Avantaj ve Dezavantajları**

Parasal büyüklüklerin ve döviz kurlarının hedef alındığı istikrar politikaları başarısız olunca, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde 1980'lerin ikinci yarısından sonra

<sup>502</sup> Yılmaz, 75. Olağan Genel Kurul Toplantısı Açış Konuşması, s.8.



enflasyonun direk kendisinin fiyat istikrarı için hedeflendiği enflasyon hedeflemesi rejimi ortaya çıkmıştır. Enflasyon hedeflemesi rejiminin döviz kurunun veya parasal büyüklüklerin hedeflendiği rejimlere göre önemli birçok avantajı yanında bazı dezavantajları da vardır. Enflasyon hedeflemesi rejimi hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler tarafından uygulanmış ve bu yönüyle başarısı ispatlanmış bir para politikası rejimidir. Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerde<sup>503</sup>;

- Enflasyon oranlarının azaldığı, enflasyondaki ataletin kırıldığı ve oynaklığın azaldığı,
- Bekleyişleri değiştirdiğinden ülkenin risk priminin azaldığı ve faizlerin düştüğü,
- Büyümenin pozitif etkilendiği ve iktisadi şokların enflasyonist etkisinin azaldığı görülmüştür.

Bu rejimde merkez bankası para talebindeki istikrarsızlığı para arzı ayarlaması ile telafi etme şansına sahiptir.<sup>504</sup> Hedef açık olduğundan toplum ve piyasalar bunu kolaylıkla anlayabilirler. Merkez bankası ile piyasaların iletişim halinde olması merkez bankasının ne yapacağı konusunda ortada belirsizlik bırakmayacaktır. Bütün bu faktörler enflasyon hedeflemesi rejiminin güvenilirliğini ve başarısını arttıran unsurlar olarak ön plana çıkmaktadır.

Bundan sonraki kısımda enflasyon hedeflemesi rejiminin avantaj ve dezavantajları, döviz kuru çapası ve parasal büyüklük kontrolü hedeflemesi gibi diğer para politikası ara rejimleri ile karşılaştırmalı olarak anlatılmaktadır.

#### **2.4.10.1. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Avantajları**

Aşağıdaki paragrafların her birinde kısaca enflasyon hedeflemesi rejiminin avantajları anlatılmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin enflasyonu kontrol altına almak isteyen diğer yöntemlerden temel farkı, para politikası araçlarının geçmiş yada cari dönem enflasyon yerine gelecek dönem enflasyon oranına dayanması ve gelecek dönem enflasyon hedefi için rassal varsayımların yapılmıyor olmasıdır. Dönem sonunda

<sup>503</sup> TCMB, Bülten, Mart 2006, Sayı 1, s.1-2

<sup>504</sup> Ünsal, a.g.e., s.556

merkez bankasının öngördüğü hedef ile ortaya çıkan enflasyon rakamları arasındaki fark da merkez bankasının başarısı olarak kabul edilmektedir. Piyasaların beklediği enflasyon ile gerçekleşen enflasyon arasındaki farkın az olması bu politikaya olan kamuoyu güven derecesini vermektedir.<sup>505</sup> Fark azaldıkça güven artmakta, fark arttıkça güven de düşmektedir.

Bu rejimin, üretim, enflasyon, reel döviz kuru ve faiz oranlarındaki oynaklık bakımından diğer ara rejimlerle karşılaştırılmasından elde edilen sonuçlar Tablo 2.29’da gösterilmektedir. Tabloya bakıldığında enflasyondaki oynaklığın ve kayıp fonksiyonun standart sapmasının, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde en az olduğu; çıktı açığındaki oynaklığın parasal hedefleme rejimi uygulayan ülkelerde en az olduğu; döviz kurundaki değişkenliğin ise döviz kuru çapası uygulayan ülkelerde en az olduğu görülmektedir. Edwards’ın (2006) döviz kuru oynaklığını test etmek için gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerle ilgili yaptığı çalışmada elde ettiği sonuçlara göre, enflasyon hedeflemesi rejimi politikasının bu ülkelerde nominal döviz kurlarında herhangi bir artışa yol açmadığı ortaya çıkmıştır.<sup>506</sup> Bir diğer deyişle, enflasyon hedeflemesi rejiminde tüm nominal fiyatlar diğer rejimlere göre daha istikrarlıdır denebilir.

**Tablo 2.29. Enflasyon Hedeflemesi, Parasal Hedefleme Ve Döviz Kuru Çapası Rejimlerinin Karşılaştırılması**

|                                   | Enflasyon<br>Oranlarındaki<br>Oynaklık | Çıktı Açığı<br>Oynaklığı | Faiz<br>Oranlarındaki<br>Oynaklık | Reel Döviz<br>Kuru<br>Oynaklığı | Kayıp<br>fonksiyon<br>standart<br>sapması* |
|-----------------------------------|----------------------------------------|--------------------------|-----------------------------------|---------------------------------|--------------------------------------------|
| <b>Enflasyon<br/>Hedeflemesi</b>  | 1,6                                    | 1,8                      | 0,8                               | 5,1                             | 6,7                                        |
| <b>Döviz Kuru<br/>Hedeflemesi</b> | 2,7                                    | 3,2                      | 8,5                               | 2,9                             | 53,8                                       |
| <b>Parasal<br/>Hedefleme</b>      | 2,0                                    | 2,1                      | 0,7                               | 5,9                             | 8,8                                        |

\*Kayıp fonksiyonun standart sapması= $\sigma^2 \left( \frac{P_t}{P_{t-1}} \right) + \sigma^2(\text{çıktı açığı}) + 0,5\sigma^2(i_{t-1} - i_{t-1})$

**Kaynak:** IMF, “Inflation Targeting and the IMF”, IMF, 16 Mart, 2006, s.47

<sup>505</sup> Parasız, Para Politikası, s.93

<sup>506</sup> Edwards, The Relationship Between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited, s.1-47.

Enflasyon hedeflemesi rejiminde sistematik olarak beklenen gelecek dönem enflasyon oranı değerlendirilmeye tabi tutulur ve bu hedefe doğrultusunda diğer makro politikalar şekillenirken, diğer ara rejim politikalarında cari dönem yada geçmiş dönem enflasyon değeri üzerinden istikrar arayışına gidilmektedir. Bu durum hem avantajdır hem de merkez bankasının para politikası üzerinde aksak bir kontrol(imperfect) hakimiyeti söz konusu olacağı için aynı zamanda dezavantajdır.<sup>507</sup>

Enflasyon hedeflemesi rejimi şeffaflık ve hesap verilebilirlik açısından önemli bir avantaja sahiptir. Enflasyon hedeflemesi rejiminde yüksek derecede şeffaflık ve hesap verebilirlik merkez bankaları için hedeften sapmama adına içsel bir güdü oluşturmaktadır.<sup>508</sup>

EHR döviz kuru hedeflemesi gibi kamuoyunca kolaylıkla anlaşılabilmektedir. Merkez bankasının taahüt altına girmiş olması da <sup>509</sup> hesap verebilirlik anlamında ajantaj olarak görülmelidir. Uygulama yapan ülkeler arasında en katı şekilde EHR'ni uygulayan ülke Yeni Zelanda olmuştur. Bu ülkede merkez bankası başkanı taahüt ettiği hedefi tutturamadığı zaman görevinden alınmaktadır.<sup>510</sup>

Yüksek enflasyonun ekonomiye maliyeti sadece yüksek olmasından değil; aynı zamanda gösterdiği değişkenlikten de kaynaklanmaktadır. Tüketiciler ve yatırımcılar düşük enflasyon ortamında gelecek planlarını daha rahat hayata geçirebilmektedirler. EHR düzeninde merkez bankası enflasyon hedefini açık şekilde ilan ettiğinden kurların risk unsuru olmasının önüne geçilmekte ve aynı zamanda finansal piyasalarda menkul kıymetlerin değerinde büyük ölçekli dalgalanmaların önüne geçilebilmektedir.<sup>511</sup> Yani, belirsizliklerin azaltılması yatırım ve tasarruf kararlarını kolaylaştıran bir unsur olmaktadır.

---

<sup>507</sup> Masson, Savastano ve Sharma, **a.g.e.**, s.11

<sup>508</sup> Svensson, **Inflation Targeting as A Monetary Policy Rule**, s.13

<sup>509</sup> Frederic S. Mishkin, "Inflation Targeting", **National Bureau of Economic Research**, 2001, s.2-3

<sup>510</sup> Frederic S. Mishkin, "International Experiences With Different Monetary Policy Regimes", **Seminar Paper** No. 648, 1998, s.22

<sup>511</sup> Enzo Croce ve Mohsin S. Khan "Monetary Regimes and Inflation Targeting," **Finance and Development**, Cilt. 37, No. 3, September, 2000, s.50.

Bu rejimde merkez bankası bir enflasyon raporu yayımlayarak kamuoyunu ve politikacıları hedefleme rejiminin geçmişi ve geleceği hakkında bilgilendirerek, performans analizini ortaya koymaktadır. Enflasyon raporunu ilk hazırlayan banka İngiltere merkez bankasıdır. Merkez bankalarının finansal piyasalar ve kamuoyuyla doğrudan çeşitli fırsatları değerlendirerek iletişime geçmelerinin temel nedenleri arasında hedeflemeden sapma gerekçelerini anlatmak, veri şartlar altında hedefin nasıl tutturulacağına ilişkin öngörülerini paylaşmak ve para politikasının sınırları ve enflasyon hedeflemesine dair sayısal bilgiler konusunda tüm iktisadi ajanları bilgilendirme ihtiyacı gelmektedir.<sup>512</sup>

EHR’de merkez bankasına çıktıyı ve istihdamı düşünerek politikalar geliştirmesi şeklinde hükümet kanadından baskılar gelmemektedir.<sup>513</sup> Oysa sabit döviz kuru ve parasal büyüklük hedeflemelerinde hükümetlerin bu yönde çabaları olduğu bilinmektedir. Merkez bankasının böyle bir baskı altında bulunmayışı bankanın zaman tutarsızlığı sorunu yaşamasına engel olmakta ve dolayısıyla bankaya kredibilitesini arttırma imkânı tanımaktadır.

Enflasyon hedeflemesi rejimi esnek, sistematik ve rasyonel bir para politikası rejimi olduğu için diğer para politikası rejimlerine göre bir adım önde görünmektedir. Örneğin, enflasyon hedeflemesi rejimi ilk defa Yeni Zelanda’da ortaya çıktığında katı bir uygulama şekli benimsenmiştir. Çünkü ülke için reel ekonomiyi dikkate almaksızın yüksek seyreden enflasyonu düşürmek en büyük amaçtı. Enflasyon tek haneye inince reel ekonomiyi de dikkate alan esnek bir hedefleme düzenine geçilmiştir.

Ayrıca talep şoklarına karşı da enflasyon hedeflemesi rejimi doğru bir para politikası olmaktadır. Çünkü EHR para politikasının talep şoklarına cevap vermesine imkan sağlamakta ve enflasyonu arttırma eğilimindeki şoklar karşısında para politikasını sıkılaştırarak önlem alabilmektedir. Bunu da faiz arttırmaları yoluyla para arzını

---

<sup>512</sup> Frederic S. Mishkin ve Miguel A. Savastano “Monetary Policy Strategies for Latin America,” **Journal of Development Economics**, 2001, s.429.

<sup>513</sup> Frederic S. Mishkin ve Adam Posen, “Inflation Targeting: Lessons From Four Countires,” **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review**, Cilt: 3, No.3, 1997, s.7.

azaltma şeklinde uygulamaktadır. Bu koşullar altına EHR nominal GSYİH hedeflemesine tercih edilmektedir.<sup>514</sup>

#### 2.4.10.2. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Dezavantajları

Enflasyon hedeflemesi rejiminin para politikaları ve genel ekonomik performans açısından dezavantaj teşkil edecek sonuçları da vardır. Örneğin, bu rejimde enflasyon, döviz kuru ve para arzı gibi büyüklükler artık merkez bankasının kontrolünden çıkmaktadır. Merkez bankasının yaptığı duyurular hemen yerine ulaşamamakta ve sonuçları gecikmeli olarak ortaya çıkmaktadır. Politika etkilerinin ortaya çıkmasında yaşanacak gecikmeler zaman içinde enflasyonist beklentiler doğurabilmektedir. Gelişmekte olan ülkeler için EHR uygulaması enflasyonun yüksek düzeylerden düşük düzeylere bir anda indirilmesi anlamı taşıdığından,<sup>515</sup> uygulamanın başında enflasyon tahminlerindeki sapmalar büyük olasılıkla büyük olacaktır. Bu konuda kamuoyu sabırla davranıp politikaya güven duymazsa sistem kısa sürede çökebilir. Türkiye bu süreci yaşamış, ancak kamuoyu güven duyduğundan rejim devam ettirilmiştir. Zira Türkiye’de de enflasyon hedeflemesinin ilk üç yılında merkez bankası %100’den fazla oranda hedef seviyeden sapma göstermiştir. Ancak başka birçok ülke uygulamasında görüldüğü üzere, parasal büyüklük ve döviz hedeflemesinde merkez bankası bu değişkenleri tam kontrol etmektedir.<sup>516</sup>

EHR düzeninde merkez bankası enflasyon hedefini toplumun beklediği enflasyon değerinin altında belirleyerek, ortalama enflasyonu potansiyel olarak düşürmek istemektedir. Ancak toplumsal refah fonksiyonunda<sup>517</sup> ya da kayıp fonksiyonda gördüğümüz gibi merkez bankası özel kesimin beklentilerini tamamiyle kontrol edememekte ve bir hedef belirlemesine rağmen enflasyonu aksak/eksik kontrol

<sup>514</sup> Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi**, s.59

<sup>515</sup> Masson, Savastano ve Sharma, **a.g.e.**, s.20

<sup>516</sup> Mishkin, **Inflation Targeting**, s.6

<sup>517</sup> Sosyal refah, işsizliğin ve enflasyonun birlikte ele alınması ile ,  $L_t = \frac{1}{2}P_t^2 + \chi \frac{1}{2}U_t^2$ , denkleminin minimum kılınmasına dayanır. Burda **P** fiyatları, **χ** işsizliğe verilen önem ve **U** da işsizlik haddini göstermektedir (Sylvester Eijffinger ve Eric Schaling, “ The Ultimate Determinants of Central Bank Independence”, Center Conference ‘**Positive Political Economy: Theory and Evidence**’, January 23-24, 1995, Tilburg, The Netherlands, s.7.

etmektedir.<sup>518</sup> Çünkü özel kesim merkez bankasının genişletici politikalar uygulamaya başladığını öğrendiği andan itibaren enflasyonist süreç tekrar tırmanışa geçebilir ve böylece enflasyon hedefini aşan enflasyonist beklentiler enflasyon hedeflemesine olan güvenin azalmasına neden olabilir.

Merkez bankaları EHR uygulamasında politika aracı olarak ellerinde kısa vadeli faiz oranlarını tutarlar. Ancak kısa vadeli faiz oranlarının arttırıp azaltmak ile merkez bankaları aşağıda da gösterileceği gibi pür bir geçiş mekanizması ile ekonomiye etki etme şansına sahip olamayabilir. Zira faiz oranlarını etkileyen tüm göstergeler merkez bankası hâkimiyetinde olan ya da toplumca gözlemlenebilen değişkenlerden değil de, rassal etkilerden de meydana gelmiş olabilmektedir.

Enflasyon hedeflemesi politikasına bağlı olarak enflasyonun düşürüldüğü ülke deneyimleri ile ispatlanmış olsa da, istihdam ve çıktıda çok fazla fedakarlık yapmaya gerek olmadan bu enflasyonun düşürüldüğü henüz tam anlamda ispatlanmış değildir. Kamuoyu güvenirlilikleri yüksek olan Deutsche Bundesbank ve Swiss National Bank'ın enflasyonu düşürebilmeleri bile ciddi hasıla kayıpları ile ancak mümkün olabilmektedir.<sup>519</sup> Dahası EHR düzeninde çıktı ve istihdamda yüksek ve istikrarlı bir büyüme de elde edilebilmiş değildir. Çünkü EHR'ne geçilmeden önce bir dezenflasyonist süreç izlenerek politika uygulamasına geçildiğinden büyüme ve istihdam olumsuz etkilenmekte, hâsıla ve istihdamın dezenflasyon süreci öncesindeki değerlerine ulaşması zaman almaktadır.<sup>520</sup>

Döviz tevdiat hesaplarının (DTH) toplam mevduatlar içindeki oranının (Dolarizasyon) yüksek olması EHR için potansiyel bir tehlike durumu oluşturmaktadır. Dolarizasyon süreçlerinde sistemin esnekliği ortadan kalkmakta ve merkez bankaları eli kolu bağlanır hale gelmektedir. Dış şoklar yalnız işsizlik ve daralma ile absorbe edilebilir hale gelmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde bu duruma rastlanma olasılığı daha yüksektir. Döviz kurları esnek olduğu için

---

<sup>518</sup> Svensson, **a.g.e.**, s.15.

<sup>519</sup> Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi**, s.51

<sup>520</sup> Mishkin ve Savastona, **a.g.e.**, s.432

meydana gelebilecek şiddetli kur dalgalanmaları, DTH büyüklüğüne göre hanehalkları ve bankalar için problem teşkil edebilir.<sup>521</sup>

Talep şoklarına karşı EHR iyi bir para politikası uygulaması olmasına rağmen arz şokları için aynı şeyleri söylemek güçtür. Zira merkez bankasının dışında meydana gelen arz şoklarına karşı bankanın hedeften şaşabileceği ve hedefe ulaşmada isteksiz davranabileceği şeklinde bir güvensizlik algısı özel sektör ve iktisadi bireylerce hissedilebilmektedir. Bu olumsuz kanaat beklenen enflasyonun hedeflenen enflasyon düzeyinin üzerinde gerçekleşmesine yol açacak ve doğru politikalar uygulamasına rağmen enflasyon hedefinden sapılmış olacaktır.<sup>522</sup> Mesela petrol fiyatlarının arttığı bunun da maliyet enflasyonu yoluyla negatif arz şoku etkisi gösterdiğini düşünürsek, merkez bankası üretim ve istihdamı önemsemeden bağımsız bir şekilde enflasyonun arttığını görerek para arzını azaltma yoluna giderse, toplam talep düşmeye işsizlik de artmaya başlayacaktır.<sup>523</sup> Yani merkez bankası bilmeden ekonomiyi durgunluğa sürükleyebilir.

#### **2.4.11. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminde Kurala Göre Ya da Duruma Göre Politika Uygulaması (Rules versus Discretion)**

Merkez bankalarının duruma göre mi, kurala göre mi politika uygulamaları gerektiği tartışma konusudur. Kuralı önerenler para arzının bir yıl içinde yüzde x olarak sabitlenmesini ve hatta bunu yasal teminat altına almayı önermektedirler. Ancak para politikası kurala bağlandığında esnek politika izleme şansı ortadan kalkacağı için merkez bankaları bu fedakarlığı yapmak istemezler. Barro-Gordon Modeli<sup>524</sup> kurala bağlı bir para politikasının duruma göre politikadan daha iyi sonuçlar verdiğini ortaya koysa da modelin varsayımı olan “rasyonellik” son krizle birlikte yerini “irrasyonellik”e bıraktığından modelin geçerliliği de tartışmalı hale gelmiştir. Kurala göre politikalar her zaman toplum açısından en iyi sonuçları vermemektedir.<sup>525</sup> Bazı durumlarda güçlü arz şokları karşısında kurala göre para politikası uygulamalarının

<sup>521</sup> Mishkin, **Inflation Targeting in Emerging-Market Countries**, s.4.

<sup>522</sup> Karasoy, Saygılı ve Yalçın, **a.g.e.**, s. 15-16

<sup>523</sup> Mishkin, **Inflation Targeting in Emerging-Market Countries**, s.4.

<sup>524</sup> Barro ve Gordon, **a.g.e**

<sup>525</sup> Özatay, **Parasal İktisat Kuram ve Politika**, s.312-313.

duruma göre politikalardan daha kötü sonuçlar verdiği de ispatlanan bir gerçektir.<sup>526</sup> Çünkü EHR’nde katı bir kural dayatılması ilerde ortaya çıkabilecek şoklar karşısında pozisyon almayı güçleştireceği gibi merkez bankasının gerekli tepkiyi zamanında vermesini de zorlaştıracaktır.<sup>527</sup> Zaten kurala göre politika dayatması uzun dönemde merkez bankasının pasifize edilmesi anlamına gelmektedir.

Kydland ve Prescott (1977), Barro ve Gordon (1983) ve Blanchard ve Fischer (1989)’da kurala bağlı politikayı optimal para politikası olarak takdim ederken, duruma göre politikayı (basirete göre politika) ise “tutarsız”, “kandırma” yada “dargörüştü” bir politika önerisi olarak görmüşlerdir. Onlara göre kurala bağlı politikanın duruma göre politikaya olan üstünlüğü oyun teorisindeki işbirlikçi oyunun işbirlikçi olmayan oyuna üstünlüğüne benzemektedir.<sup>528</sup>

Duruma bağlı para politikasında ise beklenen enflasyon daima gerçekleşen enflasyona eşit olmaktadır. Bu durumda gerçekleşecek işsizlik de doğal işsizlik oranına eşit olacaktır. Buna rağmen toplumsal refah kaybı duruma bağlı uygulamalarda daha fazladır. Enflasyon da yine duruma bağlı politikada daha yüksek seyretmektedir.<sup>529</sup>

Bernanke ve Mishkin (1997) merkez bankası için EHR’nde kurala göre mi yoksa duruma göre mi para politikası yürütülmesi gerektiği konusunda, enflasyon hedeflemesinin rijit kalmasının istihdam ve hâsıla üzerine olası maliyetlerine dikkat

---

<sup>526</sup> Stanley Fischer, “ Rules Versus Discretion in monetary Policy”, **NBER Working Paper Series**, No.2518, Şubat 1988, s.17

<sup>527</sup> Benjamin Friedman ve Kenneth N. Kuttner, ”A Price Target for U.S. Monetary Policy? Lessons From The Experience with Money Growth Targets,” **Brookings Papers on Economic Activity**, Vol. 1996, No.1, 1996, pp. 77-146, s.10

<sup>528</sup> Taylor, **Discretion Versus Policy Rules in Practice**, s.202. Ayrıntılı bilgi için bkz: Kydland, F. and Prescott, E.C., (1977), Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, **Journal of Political Economy**, 85:473-92; Barro, R.J. and Gordon, D.B., (1983), Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy., **Journal of Monetary Economics**, 12:101-22.; Olivier Jean Blanchard, and Stanley Fischer, **Lectures on Macroeconomics**, Cambridge, Mass.: MIT Press, 1989.

<sup>529</sup> Özatay, **Parasal İktisat Kuram ve Politika**, s.313.



çekerek, ikisinin ortası ama rijit olmayan esnek bir politika izlenmesi gerektiğini önermişler ve buna da kurala benzer (rule-like) politika adını vermişlerdir.<sup>530</sup>

#### 2.4.12. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminde Para Politikası Modelinin Oluşturulması

Para politikası modelini oluşturan kuramcılar, geleneksel bir bakış açısıyla, toplumsal refah fonksiyonunun maksimum kılınması yada merkez bankası kayıp fonksiyonunun para politikası yürütücüleri tarafından minimum kılınmasının toplumsal fayda için en optimum durum olduğu konusunda hemfikirdirler. Amaç, enflasyon ( $\pi$ ) ve üretimdeki ( $y$ ) sapmaların enaz yapılmasıdır. Optimum para politikası durumunda belirlenen enflasyon hedefinden sapma ile potansiyel üretim düzeyinden sapmanın birlikte minimum kılınması amaçlanmaktadır:

$$\text{Min. } L = (\pi - \pi^*)^2 + \varphi(y - y^*)^2 \quad (2.39)$$

$t$  döneminde gerçekleşen enflasyon, toplam arz ( $y$ ), dışsal şoklar ( $\varepsilon$ ) ve beklenen enflasyon ( $\pi^e$ ) hedefine bağlı şekilleneceğinden  $t$  dönemindeki enflasyon aşağıdaki gibi ifade edilir:

$$\pi = \pi(\pi^e, y, \varepsilon) \quad (2.40)$$

Toplumdaki tüm iktisadi birimlerin aynı bilgi setine sahip oldukları, dolayısıyla gelecek dönem enflasyon beklentisi konusunda aynı öngöründe bulundukları göz önünde bulundurularak, özel sektörün  $t$  dönemi için yaptığı enflasyon bekleyişi,  $t - 1$  döneminde ileriye dönük enflasyonun beklenen değeri olarak şöyle ifade edilir:

$$\pi_t^e = E[\pi_{t-1}] \quad (2.41)$$

Şimdi bu ekonomik ortamda para otoritesinin enflasyon hedeflemesi rejimini benimsediğini kabul edelim. Bu durumda para otoritesi özel kesim bekleyişlerini yönlendirmek istediğinden, toplumun bekleyişlerini  $\pi$  kabul etmek yerine, kendi

---

<sup>530</sup> Ben Bernanke ve Frederic S. Mishkin: “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?”, **NBER Working Papers**, No.5893, January 1997.

hedeflediği enflasyon tahmininin ( $\pi^h$ ) gerçekleşecek enflasyon yerine geçmesine uğraşacaktır. Bu durumda (2.40) yeniden aşağıdaki gibi yazılır:

$$\pi = \pi(\pi^h, y, \varepsilon) \quad (2.42)$$

Böylece enflasyon hedefi doğrultusunda optimal para politikası kuralı beklenen enflasyonun hedeflenen enflasyona eşitlendiği düzey değerde gerçekleştirmiş olur:

$$E[\pi_{t-1}(\pi^h, y^*, \varepsilon)] = \pi_t^h \quad (2.43)$$

Bu politika aracılığı ile merkez bankası, bir enflasyon tahmini açıklayarak ortalama toplumsal enflasyonist beklentileri aşağı çekebilmektedir.<sup>531</sup> Bu sayede  $t$  döneminde özel kesim beklentileri hedeflenen düzeyden yukarıda çıksa bile enflasyon hedeflemesi rejminden önceki enflasyon düzeyinin altında kalacağı kesindir. O halde son tahlilde elde edilecek enflasyon oranları için şu sıralama yapılabilir:

$$\pi_t^h < \pi_t^p < \pi_{t-1} \quad (2.44)$$

$\pi_t^h$  :  $t$  dönemine ait merkez bankası enflasyon hedefi

$\pi_t^p$  :  $t$  dönemine ait özel kesim enflasyon beklentisi

$\pi_{t-1}$  :  $t-1$  dönemine ait, hedefleme öncesi enflasyon oranı

Bu noktada (2.44) eşitsizliğinin gerçekleşmesi için politika yürütücülerine güvenmek büyük önem arz etmektedir. Sözünde duran bir bankanın enflasyon hedeflemesi ile ulaşacağı enflasyon oranı, sözünde durmayan bir bankanın elde edeceği sonuçlardan farklı olacaktır. Barro ve Gordon merkez bankasının sözünde durup durmamasına göre toplumsal kayıp fonksiyonunun değiştiğini ispatlamışlardır.

Enflasyon hedeflemesinin açık ve kapalı ekonomiler için iki farklı uygulaması söz konusudur. Zira kapalı ekonomilerde döviz kuru değişkeni de çıktı açığı denkleminde ele alınmak zorunda iken kapalı ekonomilerde buna gerek duyulmamaktadır. Bu kısımda, döviz kurunu da içeren bir “klasik esnek enflasyon hedeflemesi” modeli analiz edilecektir.

<sup>531</sup> Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi**, s.36-41

Açık ekonomiler için çeşitli enflasyon hedeflemesi modelleri vardır. Ball'in (1998) enflasyon hedeflemesi rejiminde faiz oranlarının ve döviz kurunun gelecek dönem çıktı ve enflasyon oranına etkisini incelediği çalışması bu konuda bir benchmark model özelliği taşımaktadır.<sup>532</sup> Ancak biz aşağıda enflasyon hedeflemesi rejiminde öncü bir model olma özelliği taşıdığı için Aizenman ve Hutchison'un (2010) çalışmalarına referans teşkil eden klasik enflasyon hedeflemesi modeline yer vermekteyiz.<sup>533</sup>

Enflasyon hedefi gibi potansiyel çıktının da (sırasıyla  $\bar{\pi}$  ve  $\bar{y}$ ) dışsal olarak belirlendiğini kabul edelim. Potansiyel üretim düzeyi uzun dönem büyüme oranı olsun. Bu durumda enflasyon hedeflemesi çerçevesinde uygulanacak para politikası, kayıp fonksiyonu minimum kılacak şekilde aşağıdaki gibi dizayn edilecektir:

$$L = V(\pi - \bar{\pi}) + \mu V(y - \bar{y}) \quad (2.45)$$

Ya da,

$$L = V(\pi) + \mu V(y) \quad (2.46)$$

Olacaktır.  $L$  kayıp fonksiyon olmak üzere diğer değişkenler aşağıdaki gibidir:

- $y$  : Reel çıktının logaritması
- $\pi$  : Enflasyon oranı
- $y$  : Reel çıktının logaritması
- $\mu$  : Enflasyona göre çıktıya verilen nisbi ağırlık
- $V(x)$  :  $x$ 'in varyansı

Döviz kuru değişkenliği potansiyel çıktı düzeyini negatif yönde etkilediği için,<sup>534</sup> potansiyel çıktıyı, döviz kuru değişkenliğinin negatif bir fonksiyonu olarak;

<sup>532</sup> Laurance M. Ball, "Policy Rules For Open Economies", **NBER Working Paper, No. 6760**, pp.127-156, 1999.

<sup>533</sup> Aizenman, Hutchison ve Noy, **a.g.e.**, s.5.

<sup>534</sup> Philippe Aghion, Philippe Bacchetta, Romain Ranciere ve Kenneth Rogoff, "Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development", **NBER Working Papers**, March 16 2006,s.3

$$\bar{y} = \bar{y}(V(e)); \quad \bar{y}' < 0 \quad (2.47)$$

Şeklinde yazabiliriz.<sup>535</sup> Bu durumda döviz kuru değişkenliğini de içine alan modifiye edilmiş yeni kayıp fonksiyon aşağıdaki gibi olacaktır:

$$\hat{L} = V(\pi) + \mu V(y) + \emptyset V(e) \quad (2.48)$$

$\emptyset$ , potansiyel çıktıda meydana gelen azalmanın döviz kuru değişkenliğinden kaynaklanan kısmını göstermektedir. Enflasyon, üretim düzeyi ve döviz kuru eşanlı bir denklem sistemi çerçevesinde yazılıp gerekli optimizasyon işlemleri yapılırsa merkez bankasının enflasyon hedeflemesi rejiminde kullanacağı optimum faiz oranı ortaya çıkmış olacaktır<sup>536</sup>. Önce bu üç değişkene ait denklemleri yazalım. Enflasyonun geçmiş dönem enflasyonuna, döviz kuruna ve çıktı açığına göre hareket ettiği bilinmektedir. Üretim düzeyinin de reel faize, reel döviz kuruna ve dışsal şoklara bağlı hareket ettiğini biliyoruz. Son olarak döviz kurunun da reel faizler ve şokların (yatırımcıların güveni, dış alem faiz oranları değişimi, ülke risk primi, vb.) bir fonksiyonu şeklinde yazılacağını bildiğimizden, üç değişkene ait eşanlı denklem sistemi aşağıdaki gibi olacaktır:

$$y = -\beta r - \delta e + \varepsilon, \quad (2.49)$$

$$\pi = \alpha y - \gamma e + \eta, \quad (2.50)$$

$$e = \theta r + v. \quad (2.51)$$

Sistemdeki tüm parametreler pozitif ve tüm değişkenler de uzun dönem ortalama denge değerinden sapmalar şeklinde ölçülmüştür (örneğin  $y$  potansiyel çıktı düzeyinden sapmadır-çıktı açığı). Sistemde reel faizler  $r$  ile, reel döviz kuru  $e$  ile, rassal şoklarda  $\varepsilon$ ,  $\eta$  ve  $v$  ile gösterilmektedir. Bu durumda (2.49), açık ekonomiler için IS denklemini, (2.50) açık ekonomiler için Philips eğrisini ve (2.51) de döviz

<sup>535</sup> Fonksiyonun birinci türevinin sıfırdan küçük olması ilgili parametrenin negatif etkisini yansıtmaktadır.

<sup>536</sup> Bazı ekonomistlerin iddia ettikleri gibi optimum reel faiz sıfır olmamalıdır. Optimum faiz haddi yatırımları cazip kılacak ve istihdamı kadar düşük olmalı; ama aynı zamanda bu yatırımlara kaynaklık edecek tasarrufları çekici hale getirecek kadar da yüksek olmamalıdır. Bu reel faiz ekonominin reel büyümesine bağlı olarak yüzde 2,5 olabilir. Eğer ekonomi reel olarak yüzde 4 kadar büyüyorsa, bu ekonomide reel faizlerin yüzde 4 ve aşığında belirlenmesi en optimal faiz oranı olacaktır.

kuru ile faiz oranları arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Sistemin çözülmesinden elde edilen kısa vadeli faiz oranı, kullanılan katsayılar cinsinden (Taylor denkleminin döviz kurunu da içeren, enflasyon hedeflemesi için modifiye hali) aşağıdaki gibi olacaktır:

$$r = a\pi + by + ce \quad (2.52)$$

Bulunan değerlerin varyansları,  $V(y)$ ,  $V(e)$  ve  $V(\pi)$  olarak kayıp fonksiyonunda yerlerine yazılırsa, EHR altında optimum  $y$ ,  $\pi$ ,  $e$  değişkenleri kolayca bulunabilecektir.<sup>537</sup>

$$V(e) = \frac{[(b + a\alpha)^2 \theta^2 V(\varepsilon) + (1 + \beta(b + a\alpha))^2 V(v) + (a\theta)^2 V(\eta)]}{[1 + (\beta + \delta\theta)(b + aa) + \theta(aa - c)]^2} \quad (2.53)$$

$$V(y) = \frac{[(1 + \theta(aa - c))^2 V(\varepsilon) + ((\beta(a\alpha - c) - \delta))^2 V(v) + (a(\beta + \delta\theta))^2 V(\eta)]}{[1 + (\beta + \delta\theta)(b + aa) + \theta(aa - c)]^2} \quad (2.54)$$

$$V(\pi) = \frac{[(a(1 - c\theta) - b\gamma\theta)^2 V(\varepsilon) + (\beta(ac + b\gamma) + \delta a + \gamma)^2 V(v) + (1 - c\theta + b(\beta + \delta\theta))^2 V(\eta)]}{[1 + (\beta + \delta\theta)(b + aa) + \theta(aa - c)]^2} \quad (2.55)$$

Yukarıdaki denklemlerde  $V(\varepsilon)$ ,  $V(v)$  ve  $V(\eta)$  rassal değişkenlerin varyanslarıdır. Böylece varyanslar sadece sabit katsayılar ile şokların varyansları cinsinden ifade edilmiş oldu. (2.53) denkleminde dikkat edilirse,  $c$  katsayısı arttıkça döviz kurundaki dalgalanma (volatilite-burada varyanslarla ifade edilen olgu) azalmaktadır. O halde “döviz kurundaki değerlenme (appreciation) faiz oranlarını yukarıya taşır” politikası ile uyumlu bir sonuç elde edilmiş olur. Yukarıda bulunan varyans ifadeleri (2.48)’deki kayıp fonksiyon denkleminde yerine yazılırsa;

<sup>537</sup> Biz burda sadece  $y$ ’nin uzun ifadesini vermekle yetineceğiz. İşlemler çok uzun ve fazla yer kapladığından diğerlerini sembollerle ifade edeceğiz.  
 $y = (\varepsilon - \beta a\eta - \beta a\theta c\eta - \varepsilon\theta c - \beta a^2\theta\gamma\eta + \varepsilon a\theta\gamma + \beta a^2\theta\gamma\eta + \beta a\theta\gamma - \beta c\theta a\eta - \beta c\gamma - \theta\delta a\eta - \delta\gamma)/(\beta c\theta b + \theta a\delta a + b\theta\delta - b a\theta\gamma a^2 - \beta a\theta\gamma b + \beta c\theta a a + 1 - c\theta + \theta\gamma a - \beta b c\theta - \beta b\theta\gamma a + \beta a a - \beta a a\theta c + \beta a a^2\theta\gamma)$

$$\begin{aligned}
\hat{L} = & \frac{[(a(1 - c\theta) - b\gamma\theta)^2 V(\varepsilon) + (\beta(ac + b\gamma) + \delta a + \gamma)^2 V(v) + (1 - c\theta + b(\beta + \delta\theta))^2 V(\eta)]}{[1 + (\beta + \delta\theta)(b + aa) + \theta(aa - c)]^2} \\
& + \mu \frac{[(1 + \theta(aa - c))^2 V(\varepsilon) + ((\beta(aa - c) - \delta))^2 V(v) + (a(\beta + \delta\theta))^2 V(\eta)]}{[1 + (\beta + \delta\theta)(b + aa) + \theta(aa - c)]^2} \\
& + \varnothing \frac{[(b + a\alpha)^2 \theta^2 V(\varepsilon) + (1 + \beta(b + a\alpha))^2 V(v) + (a\theta)^2 V(\eta)]}{[1 + (\beta + \delta\theta)(b + aa) + \theta(aa - c)]^2} \quad (2.56)
\end{aligned}$$

İfadesi elde edilmiş olur. (2.56) denklemini minimum yapan  $a$ ,  $b$  ve  $c$  katsayıları aynı zamanda kısa vadeli faiz oranı denklemi olan (2.52)'nin de elde edilmesi anlamına gelmektedir. Bulunan faiz oranı çıktı ve enflasyon açısından merkez bankası için optimal bir gösterge faiz oranı olacaktır. (2.56) denkleminde görüldüğü gibi kayıp fonksiyon hem şokların varyansları ile doğru orantılı bir şekilde artmaktadır hem de faizi belirleyen  $a, b, c$  katsayılarının alacağı değere göre sürekli değişmektedir. Şokların artması ile kayıp fonksiyonunun arttığı matematiksel olarak burada ispatlanmış olsa da enflasyon, hâsıla ve kura ait  $a, b, c$  katsayılarının artması ile kayıp fonksiyonun alacağı değer yönü kesin değildir. Böylece para otoritesinin optimal bir politika uygulayabilmesi için  $a, b, c$  katsayılarını ya belirlemesi yada tahmin etmesi gerekmektedir. Ancak unutmamak gerekir ki gerçek ekonomik hayatta girift uygulama sonuçları ortaya çıkabilmektedir. Burada modellerin çözülmesi için kurduğumuz ilişki ağından daha geniş ve rasyonelliği tartışılır başka ilişki ağlarının olduğu gerçeği unutulmamalıdır. Bu modellerden çıkan faiz oranları merkez bankaları için sadece yol gösterici niteliktedir. Bu yüzden de faiz kararları sadece buradan çıkan değerlere göre belirlenmemektedir.<sup>538</sup>

#### 2.4.13. Enflasyon Hedeflemesi ve Taylor Kural

Tezin değişik yerlerinde de ifade edildiği gibi Taylor Kuralı, merkez bankalarının değişen enflasyon ve çıktı açığına nasıl tepki vermesi gerektiğini gösteren bir faiz kuralı denklemdir. Kısaca Taylor'un genel denklemi aşağıdaki şekildedir:<sup>539</sup>

<sup>538</sup> Özatay, *Nasıl Oluyor da Oluyor? Para Politikası* (2), 2011

<sup>539</sup> Taylor, *Discretion Versus Policy Rules in Practice*, s.202

$$i = (1 + \delta)\pi + \beta y + r - \delta^*, \quad \delta \text{ ve } \beta > 0, \quad (2.57)$$

Burada  $i, \pi, r, y$  sırayla nominal faizleri, enflasyonu, reel faizleri ve oransal çıktı açığını, yani,  $y = (\frac{Y - Y_n}{Y})$  göstermektedir. Bu denklemi enflasyon hedeflemesine uygun şekilde tekrar yazarsak aşağıdaki ifade elde edilmiş olur:

$$i_t = (r_n + \pi^h) + a(\pi_t - \pi^h) + b x_t, \quad a \text{ ve } b > 0 \quad (2.58)$$

$r_n, \pi^h$  ve  $x_t$  sırasıyla denge reel faiz oranını, hedeflenen enflasyon oranını ve çıktı açığını göstermektedir. Bu oldukça genel bir formülasyon olup, enflasyonun hedeflenen patika içinde tutulması ve çıktı açığının minimum kılınması için kullanılacak bir faiz kuralı denklemini vermektedir. Ayrıca Taylor bu yolla üretimin ve enflasyonun da kontrol altında tutulabileceği varsayımına dayanmıştı.<sup>540</sup>

Bu denklem Taylor tarafından Amerika Birleşik Devletlerine ait veriler kullanılarak ortaya çıkarılmış bir genel model önerisi şeklindedir. Taylor kendi çalışmasında  $a = 1,5$  ve  $b = 0,5$  alarak geçmişe dönük faiz politikasını ortaya çıkarmaya çalışmıştır. Bu modelin doğruluğu daha sonra çeşitli ülke verilerince de desteklenmiştir. Taylor kendi formülasyonunda, denklemin sağına dünyada geçerli reel faiz haddi için  $r_n = 2$  sabitini eklemiştir

$$\text{Taylor Kuralı: } i_t = 2 + \pi^h + 1.5(\pi_t - \pi^h) + 0.5(y_t - y_t^*) \quad (2.59)$$

Bu sabit katsayılardan anlıyoruz ki merkez bankasının enflasyondaki sapmaya olan tepkisi çıktı açığındaki sapmaya olan tepkisine göre daha büyüktür. Enflasyon hedeflemesi rejimi altında yukarıda elde ettiğimiz reaksiyon fonksiyonu ile Taylor denklemi benzeşmektedir. Farkları, birinin amaç fonksiyonundan türetilmiş olması diğerinin ise ampirik uygulama sonucu ortaya çıkmış olmasıdır.<sup>541</sup>

<sup>540</sup> A.e

<sup>541</sup> Fatih özataya, **Parasal İktisat Kuram ve Politika**, s.404

O halde açık ekonomi için, esnek enflasyon hedeflemesi uygulayan bir merkez bankasına ait, gösterge reaksiyon fonksiyonu Taylor'dan farklı olarak daha genel halde aşağıdaki şekilde yazılacaktır:

$$r_0 - r_n = D(\Delta r_t) + E(\Delta \pi_t) + F(\Delta y_t), \quad D, E \text{ ve } F > 0 \quad (2.60)$$

Denklemde,  $\Delta r_t$ ,  $\Delta \pi_t$  ve  $\Delta y_t$  sırasıyla yurtdışı reel faiz haddindeki değişmeyi; hedeflenen enflasyonla gerçekleşen enflasyon arasındaki farkı ve potansiyel üretim ile gerçekleşen üretim arasındaki farkı göstermektedir. D, E ve F sabit katsayılardır. Kısaca denklem, yurtdışı reel faiz oranlarındaki artışın sermaye çıkışına neden olduğunu; bunun da reel döviz kurunu arttırdığını; bunun sonucunda da yurtiçinde üretilen mallara olan talebin artmaya başlaması ile döviz kurunun bir geçiş mekanizması yardımı ile enflasyonu etkileme gücü olduğunu açıklamaktadır.<sup>542</sup>

Türkiye’de 1980’lerden önce merkez bankası tarafından resmen anons edilmemiş olsa bile izlenen ara hedef rejimi nominal faiz oranlarıydı. Bu dönemde faizleri sabit tutan merkez bankası bu sayede fiyat istikrarı sağlamayı çalışırken, ayrıca bir yandan tüketicilerin tasarruf oranlarını arttırmasını ve böylece sermaye birikiminin gerçekleşmesine uğraşmış, diğer yandan da üreticilere ucuz kredi kullanılarak özel sektörün ortaya çıkmasına zemin hazırlamıştır.

Fakat 2008 küresel kriziyle birlikte dalgalı kur rejimi uygulayan ülkelerin merkez bankaları döviz kurlarının da “gizli bir bant” aralığında hareket etmesini istediklerinden faiz kararlarını verirken enflasyonun hedeften sapması ve büyümenin potansiyelin altına düşmesi ile birlikte bir de reel döviz kurunun bantdan sapmasına bir ağırlık vermeye başlamış olduklarından yukarıdaki (2.60) denklemi aşağıdaki hale gelmiştir:

$$r = r^f + h(\pi - \pi^*) + g(y - y^*) + k(RER) \quad (2.61)$$

Burada  $h, g, k$  sırasıyla reaksiyon katsayılarıdır. Bu “üçlü amaç”ın merkez bankasını temel hedefi olan fiyat istikrarından uzaklaştırmayacağı ancak katı bir

---

<sup>542</sup> A.e., s.394-395



enflasyon hedeflemesi rejiminden oldukça esnek bir rejime doğru geçiş olacağı kesindir. Bu formülün solunda faiz bağımlı değişkeni yerine Macculum'un para politikası kuralı gereği para arzındaki değişim de yer alabilirdi.<sup>543</sup>

Sonuç olarak, en uygun hedef seçiminin hangisi olduğu, geleneksel bir deyişle, tamamen kurulan modellerin içerdiği değişkenlerin barındırdığı rassal etkilerin (merkez bankasının kontrolünde bulunmayan) ve piyasanın rekabetçi durumuna göre değişmektedir.<sup>544</sup>

#### 2.4.14. Ülkelerin Enflasyon Hedeflemesi Deneyimleri ve Bazı Ampirik Sonuçlar

Gelişmiş ülkelerle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik, kurumsal ve siyasi yapı farklılıkları uygulanan enflasyon hedeflemesi rejimini de farklı kılmaktadır. Ülkelerin mücadele etmek zorunda olduğu sorunlar bu yüzden çeşitlilik arzettiği için enflasyon hedeflemesi rejiminden beklentiler de değişiklik arzetmektedir. Tezin bu kısmında, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki enflasyon hedeflemesi uygulamalarının genel olarak bir değerlendirmesi yapılarak, enflasyon hedeflemesini başarı ile uygulayan ülkelerin deneyimleri anlatılmaktadır.

Fiyat istikrarı politikalarında 1980'lerin ikinci yarısından sonra 1990'ların başında başta Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere, İsveç ve Avusturalya olmak üzere bir çok gelişmiş ülkede açık, şeffaf ve gelecek dönem enflasyonunu tahmin etmeye dayanan yeni bir para politikası stratejisi benimsenmiştir.<sup>545</sup> Gelişmiş ülkelerdeki enflasyon hedeflemesi rejiminin ortak özellikleri şunlardır:<sup>546</sup>

1. Döviz kuru esnekliği bu ülkelerde yüksek olduğu için başta İsveç ve İngiltere olmak üzere bazı gelişmiş ülkeler uyguladıkları döviz kuru çapasına dayalı istikrar programının çökmesinden sonra EHR'ne geçmişlerdir.

<sup>543</sup> Andrew Berg Eduardo Borensztein Paolo Mauro, "An Evaluation of Monetary Regime Options for Latin America", **Central Bank of Chile Working Papers**, 2002, s.18

<sup>544</sup> Rogoff, **The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target**, s.1186

<sup>545</sup> Svensson, **Inflation Targeting as A Monetary Policy Rule**, s.13

<sup>546</sup> Kadioğlu, Özdemir ve Yılmaz, **a.g.e.**, s.21-22

2. Bu ülkelerin merkez bankaları genelde araç bağımsızlığına sahip olup, mali baskınlık yönünden sıkıntı yaşamamaktadırlar.
3. Bu ülkeler, EHR sisteminde para politikası aracı olarak kısa dönem faiz oranlarını kullanmışlardır. Çünkü finansal sistemleri ve aktarım mekanizmaları alınan kararların istenilen etkiyi yapmasına müsait durumdadır.
4. Gelecek dönem enflasyon tahminleri (hedefleri), enflasyon üzerinde etkili olabilecek şoklar düşünülerek yapılmıştır. Yani katı değildir esnektir.
5. Bu ülkelerde EHR uygulaması makroekonomik politikalara güvenilirlik kazandırmak için kullanılmıştır. Bu yüzden de ülkelerin enflasyon hedefi maliye bakanı ve merkez bankası başkanının ortak görüşü doğrultusunda oluşturulmaktadır. Topluma maliye bakanlığı ve merkez bankası arasında amaçlanan hedefler yönünden bir anlaşmazlık olmadığı bu sayede anlatılabilmektedir. Çünkü EHR güvenilir olduğunda toplumun beklentilerini etkilemek daha da kolay hale gelmektedir.
6. Bu ülkelerde enflasyon oranı genellikle yüzde 10'un altında olduğu için uygulamaya konularak uygulamanın birinci safhasında güvenilirlik kazanması sağlanmış oluyor.

Gelişmiş ülkelerin EHR uygulamasında zorluklarla karşılaşmaları beklenmez; zira önkoşullarını yukarıda sıraladığımız bu rejim için ekonomik yapılarında mali baskınlık hariç bir problem bulunmamaktadır. Bu ülkeler finansal derinlik konusunda gelişmekte olan diğer ülkelere göre en az yüzde 30 daha iyidir. Mali baskınlık gelişmiş ülkelerin en aksayan ekonomik parametresidir. Gelişmekte olan ülkeler mali olarak daha az baskı altındadır.

Tablo 2.30'dan da görüldüğü üzere EHR'ni daha sonra uygulayacak olan ülkelerin ortak yanı parasal büyüklükleriyle enflasyon arasında güçlü bir ilişkinin var olmasıdır. Özellikle, Brezilya, Şili, Meksika ve Arjantin'de M1 artış oranları ile enflasyon oranları senkronize hareket etmiştir. Bu ülkelerin iktisat tarihlerine bakıldığında bu olgunun sebebi olarak 1960-1980 arası dönemde kronik bütçe

açıklarının para basılarak finanse edildiği görülmektedir.<sup>547</sup> Bu yüzden bu ülkelerde enflasyon yüksek ve süreklilik arz etmiştir. 1970-80 dönemindeki enflasyonun da büyük nedeni basılan paralar olmakla beraber arz enflasyonu da bu dönemde büyük bir paya sahiptir. İlerleyen yıllarda bu doğrusal ilişki giderek kaybolmuş; bu yüzden yeni istikrar araçları devreye sokulmuştur. Zaten EHR de bu süreçte ortaya çıkmış bir para politikası uygulamasıdır. EHR zaman içerisinde yeni katkılar ve ülke deneyimleri ile zenginleşmiş ve geçen süre içerisinde başarılı sonuçlar ortaya konulduğundan, bugün birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke tarafından bazı farklılıklara rağmen etkin bir şekilde kullanılmaktadır. Bu uygulama tipi şimdilik Keynezyen iktisadın enflasyon ayağını tamamen çözmüş gibidir.

**Tablo 2.30. Seçilmiş Ülkelerin Parasal Büyüme ve Enflasyon Oranları**

|          | <b>Yıllık Ortalama Artış Oranı</b> | <b>1961-1970</b> | <b>1971-1980</b> | <b>1981-1990</b> |
|----------|------------------------------------|------------------|------------------|------------------|
| Arjantin | Enf. Oranı                         | 21,2             | 119,5            | 437,6            |
|          | M1 Artış O.                        | 23,2             | 108,6            | 400,4            |
| Brezilya | Enf. Oranı                         | 43,5             | 35,3             | 337,1            |
|          | M1 Artış O.                        | 48               | 43,5             | 339,8            |
| Şili     | Enf. Oranı                         | 28,9             | 130,3            | 20,3             |
|          | M1 Artış O.                        | 41               | 147              | 19,5             |
| İsrail   | Enf. Oranı                         | 5,6              | 41,6             | 91,2             |
|          | M1 Artış O.                        | 3,7              | 48,9             | 99,6             |
| Meksika  | Enf. Oranı                         | 2,7              | 16,5             | 65,1             |
|          | M1 Artış O.                        | 12               | 24,4             | 58,4             |
| Uruguay  | Enf. Oranı                         | 44               | 62               | 60               |
|          | M1 Artış O.                        | 43               | 59               | 55,9             |
| USA      | Enf. Oranı                         | 2,8              | 7,8              | 4,7              |
|          | M1 Artış O.                        | 4,3              | 6,7              | 7,2              |

**Kaynak:** Carlos A. Vegh, "Stopping High Inflation", **IMF Staff Papers**, Vol.39, No.3, pp.625-695, Eylül 1992, s.633.

Gelişmekte olan ülkelerdeki uygulama deneyimlerine baktığımızda ise, gelişmiş ülkelere ait yukarıdaki altı özelliğin bir arada sağlanamadığını görmekteyiz. Özellikle merkez bankası bağımsızlığının tam olmaması, ekonomik ortamın tam rekabet piyasası şartlarını taşınamaması, kırılgan bankacılık sisteminin varolması, sermaye piyasalarının derin olmaması ve ülkelerin senyorej gelirine olan

<sup>547</sup> Vegh, a.g.e., s.631

bağımlılıkları<sup>548</sup> EHR uygulamasının istenilen sonuçları vermesini zorlaştırmaktadır.<sup>549</sup> Yani mali ve ekonomik sistem istenilen sonuçları elde etmeyi zorlaştırmaktadır. Bunların yanı sıra gelişmekte olan ülkelerde aktarım mekanizmalarının etkin olmayışı, merkez bankalarının enflasyon hedefi dışında döviz kurlarındaki değişkenliğe de müdahale etmek zorunda kalması ve hedef alınacak fiyat endeksinin arz şoklarına, özellikle petrol fiyatlarına, açık olması da enflasyon hedeflemesi rejiminin başarı şansını azaltan faktörler olarak değerlendirilebilir. Bu ülkelerde istihdam ve büyüme yüksek enflasyonun önünde halledilmesi gereken önemli sorunlar olmasına rağmen, EHR politikası uygulamanın başlangıcında katı bir şekilde uygulanmakta iken, üretim ve istihdamı da gözetilen enflasyon hedeflemesi ilerleyen süreçte gündeme gelmektedir.

---

<sup>548</sup> Gelişmiş ülkelerin senyör geliri GSYİH'nın yüzde 1'inden düşük iken bu oran gelişmiş ülkeler için yüzde 1.4-3.0 arasında değişmektedir.

<sup>549</sup> Kadioğlu, Özdemir ve Yılmaz, **a.g.e.**, s.22-24

**Tablo 2.31. Enflasyon Hedeflemesi Politikasını Uygulayan Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler ve Uygulama Sistematiği (2001 yılına kadar)**

| Ülkeler ve Hedeflemeye Başlangıç Tarihleri | Hedef Bandın Genişliği                                                                    | Hedef için kullanılan Fiyat Endeksi | Hedefin Zamansal Boyutu                                  | Enf.Hedefinin Belirlenme Şekli                        | İstisnai Kaçış Yolları | Hedefte Sapma durumunda Hesap Verebilirlik                                                                                                                                                                                                  | Uygulanan Politika ile ilgili Açıklayıcı Yayınlar                                                                     |
|--------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|----------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>1.Avusturalya Eylül 1994</b>            | %2-3                                                                                      | Çekirdek TÜFE                       | 1 yıldan fazla                                           | Hükümet ve Merkez Bankası tarafından ortaklaşa olarak | Yok                    | Yok                                                                                                                                                                                                                                         | Enflasyon Raporu. Enflasyon hedeflemesi raporu (2 yıllık nokta hedef )                                                |
| <b>2.Meksika Ocak 1999</b>                 | 1999:%13<br>2000:<%10<br>2001:%6.5<br>2002:%4.5<br>2003:%3(ticari ortaklarıyla aynı oran) | TÜFE                                | 1998-2002: 1 yıl<br>2002 sonrası: belirsiz               | Merkez bankası                                        | yok                    | yok                                                                                                                                                                                                                                         | Enflasyon raporu (2000)                                                                                               |
| <b>3.İngiltere Ekim 1992</b>               | 1992-1995:%1-4<br>1996'dan beri:%2.5                                                      | TEFE(mortgage faizleri hariç)       | 1995 yılına kadar bir yıldan çok, 1996 dan beri belirsiz | hükümet                                               | yok                    | hedefin tutturulamamasının nedenlerini içerecek şekilde, hedefi tutturmak için yapılması gerekenleri ihtiva eden açık bir mektup maliye bakanlığına sunulur.(hedef banda enflasyonu çekmek için ne kadar süre lazım geldiği de belirtilir.) | Enflasyon raporu. Enflasyon tahminleri raporu (2 yıllık öngörü). Enflasyon hedeflemesi için kullanılan modelin raporu |

| Ülkeler ve Hedeflemeye Başlangıç Tarihleri | Hedef Bandın Genişliği                                                                                      | Hedef için kullanılan Fiyat Endeksi                | Hedefin Zamansal Boyutu                                                   | Enf.Hedefinin Belirlenme Şekli                        | İstisnai Kaçış Yolları                                                  | Hedeften Sapma durumunda Hesap Verebilirlik                                                                                                                                                                                            | Uygulanan Politika ile ilgili Açıklayıcı Yayınlar                                                                                                            |
|--------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>4.İsveç Ocak 1993</b>                   | 1995'den beri %2 (+-%1)                                                                                     | TÜFE                                               | 1995 yılına kadar bir yıldan çok, 1996 dan beri belirsiz                  | Merkez bankası                                        | yok                                                                     | yok                                                                                                                                                                                                                                    | Enflasyon raporu(1997)<br>Para politikası toplantısı sonuçları<br>Enflasyon tahminleri (2 yıllık öngörü)<br>Parlamentoya para politikası raporunun sunulması |
| <b>5.Yeni Zelanda Mart 1990</b>            | 1990:%3-5<br>1991:%2.5-4.5,<br>1992:%1.5-3.5,<br>1993-1996:<br>%0-2,<br>1997:%0-3<br>1999:%0-3<br>2002:%0-3 | TÜFE (1999 yılı sonrasında faiz maliyetleri hariç) | 1990-1992:1 yıl<br>1993-1996:<br>1 yıldan fazla,<br>1997 sonrası belirsiz | Hükümet ve Merkez Bankası tarafından ortaklaşa olarak | Enflasyonist baskıya yol açacak sıra dışı olaylar söz konusu olduğun da | Hedeften herhangi bir sapma söz konusu olduğunda bunun nedeninin ve alınacak önlemlerin kamuya açıklanması söz konusudur. Ayrıca Maliye Bakanı hedeften herhangi bir sapma söz konusu olduğunda MB Baş-kanının istifasını isteyebilir. | Enflasyon Raporu (1990'lardan sonra);<br>Enflasyon tahminleri                                                                                                |
| <b>7.Tayland Nisan 2000</b>                | 2000:%0-3,5                                                                                                 | Çekirdek TÜFE(enerji ve işlenmemiş gıda hariç)     | belirsiz                                                                  | Merkez bankası hükümetle ortaklaşa ilan eder.         | yok                                                                     | Hedeften sapılmasının nedenlerini içerecek şekilde, hedefi tutturmak için yapılması gerekenleri ihtiva eden bir açıklama kamuoyuna yapılır(hedef banda enflasyonu çekmek için ne kadar süre lazım geldiği de belirtilir.)              | Enflasyon raporu(2000)<br>Enflasyon tahminleri (2 yıllık öngörü)<br>Para politikası toplantısı sonuçları                                                     |

| Ülkeler ve Hedeflemeye Başlangıç Tarihleri   | Hedef Bandın Genişliği                                                                                                                                   | Hedef için kullanılan Fiyat Endeksi | Hedefin Zamansal Boyutu                                   | Enf.Hedefinin Belirlenme Şekli                           | İstisnai Kaçış Yolları | Hedeften Sapma durumunda Hesap Verebilirlik                                                  | Uygulanan Politika ile ilgili Açıklayıcı Yayınlar                             |
|----------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|
| <b>8.İsrail Ocak 1992</b>                    | 1992:%14-15<br>1993:%10<br>1994:%8<br>1995:%8-11<br>1996:%8-10<br>1997:%7-10<br>1998:%7-10<br>1999:%4<br>2000:%3-4<br>2001:%2.5-3.5                      | TÜFE                                | 1 Yıl                                                     | Hükümet Merkez Bankasıyla müzakerede bulunarak ilan eder | Yok                    | Hedeften %1'den fazla bir sapma söz olması durumunda kamuya açıklama yapılması söz konusudur | Enflasyon Raporu (1998 yılından itibaren)                                     |
| <b>9.İspanya Kasım 1994 'den ocak 1998'e</b> | Ocak 1996:%3.5-4<br>1997:%2.5<br>1998:%2                                                                                                                 | TÜFE                                | 1996 'ya kadar bir yıldan çok<br>1997-1998 arası<br>1 yıl | Merkez bankası                                           | yok                    | yok                                                                                          | Hükümet parlemeontoya düzenli şekilde bilgi verir.<br>Enflasyon raporu (1995) |
| <b>10.Peru Ocak 1994</b>                     | 1994:%15-20<br>1995:%9-11<br>1996: %9.5-11.5<br>1997:%8-10<br>1998:%7.5-9<br>1999:%5-6<br>2000:%3.5-4<br>2001:%2.5-3.5<br>2002:%1.5-2.5<br>2003:%1.5-2.5 | TÜFE                                | 1 Yıl                                                     | Merkez Bankası Hükümet ile müzakere ederek açıklar       | Yok                    | Yok                                                                                          | Yok                                                                           |

| Ülkeler ve Hedeflemeye Başlangıç Tarihleri | Hedef Bandın Genişliği                                               | Hedef için kullanılan Fiyat Endeksi                           | Hedefin Zamansal Boyutu                                                                     | Enf.Hedefinin Belirlenme Şekli                           | İstisnai Kaçış Yolları                                                                              | Hedeften Sapma durumunda Hesap Verebilirlik                                                                               | Uygulanan Politika ile ilgili Açıklayıcı Yayınlar                                                                                 |
|--------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>11.Çek Cumhuriyeti Ocak 1998</b>        | 1998:%5.5-6.5<br>1999:<br>%4-5<br>2000:<br>%3.5-5.5<br>2001:<br>%2-4 | Çekirdek TÜFE (Dolaylı vergiler ve ayarlanmış fiyatlar hariç) | 1 Yıl                                                                                       | Merkez Bankası                                           | Doğal afetler, işlenmemiş madenlerin fiyat ve döviz kuru şokları, tarımsal üretim şokları durumunda | Yok                                                                                                                       | Enflasyon raporu (1998'den beri); Para Politikası Toplantılarının Tutanakları enflasyon Tahminleri (1Yıllık)                      |
| <b>12.Polonya Ekim 1998</b>                | 1998:% 9.5<br>1999:% 6.6-7.8,<br>2000:% 5.4-6.8,<br>2003:% 4         | TÜFE                                                          | 1998-2000 arası önemde 1 yıl;<br>2000-2003 arası önemde 1 yıldan çok; 2003 sonrası belirsiz | Merkez Bankası                                           | Yok                                                                                                 | Yok                                                                                                                       | Enflasyon raporu; Para Politikası Uygulamaları Raporu                                                                             |
| <b>13.Brezilya Temmuz1999</b>              | 1999:%8(+%2)<br>2000:%6(+%2)<br>2001:%4(+%2)                         | TÜFE                                                          | 1 Yıl                                                                                       | Hükümet Merkez Bankasıyla müzakerede bulunarak ilan eder | Yok                                                                                                 | Hedeflenen enflasyonun gerçekleşmemesi halinde, Maliye Bakanlığı bunun nedenlerini açık bir mektupla açıklamak zorundadır | Enflasyon Raporu; Enflasyon Tahminleri ( 2 yıllık ) ; Enflasyon öngörüsü için model kullanımı; Yönetim kurulu toplantısının özeti |
| <b>14.Güney Afrika Şubat 2000</b>          | 2003:%3-6                                                            | Çekirdek TÜFE (faiz maliyetleri hariç)                        | 1 yıldan çok                                                                                | Merkez bankası                                           | Merkez bankası kontrolü dışında öngörülemeyen büyük şoklar                                          | yok                                                                                                                       | Enflasyon raporu                                                                                                                  |



| Ülkeler ve Hedeflemeye Başlangıç Tarihleri | Hedef Bandın Genişliği                                                     | Hedef için kullanılan Fiyat Endeksi                                                      | Hedefin Zamansal Boyutu                                 | Enf.Hedefinin Belirlenme Şekli                  | İstisnai Kaçış Yolları                                                                                 | Hedekten Sapma durumunda Hesap Verebilirlik | Uygulanan Politika ile ilgili Açıklayıcı Yayınlar                                                                                            |
|--------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>15.İsviçre Ocak 2000</b>                | <%2                                                                        | TÜFE                                                                                     | 3 yıl                                                   | Merkez bankası                                  | Enflasyonist baskı oluşturmaya anormal olaylarda                                                       | yok                                         | Enflasyon raporu<br>Enflasyon tahminleri (3 yıllık öngörü)                                                                                   |
| <b>16.Güney Kore Ocak 1998</b>             | 1998: %9 (-+%)<br>1999:%3(-+%)<br>2000:%2.5 (-+%)<br>2001 ve sonrası :%2.5 |                                                                                          | 1998-2000 arasında 1 yıl<br>2001 ve sonrasında belirsiz | Hükümet merkez bankasına danışarak karar verir. | yok                                                                                                    | yok                                         | Enflasyon raporu ve parlamentoya sunulması<br>Aylık para politikası gidişatı hakkında yapılan açıklama<br>Para politikası toplantı sonuçları |
| <b>17.Finlandiya 1993'ten ocak 1998'e</b>  | 1995' e kadar yıllık ortalama %2                                           | Çekirdek TÜFE(dolaylı vergiler, sübvansiyonlar, emlak fiyatları,mortgage faizleri hariç) | 1995'e kadar çok yıl<br>1996 dan sonra belirsiz         | Merkez Bankası                                  | Yok                                                                                                    | Yok                                         | Yok                                                                                                                                          |
| <b>18.Kanada Şubat 1991</b>                | 1991:%3-5<br>1992:% 2-4<br>Ocak 1994: %1.5-3.5<br>1995-2001:%1-3           | Çekirdek TÜFE (gıda, enerji ve dolaylı vergiler hariç)                                   | 1991:22 ay<br>1992'den sonra çoklu yıl                  | Hükümet ve Merkez Bankası beraber               | Harici gelişmeler olması durumunda enflasyon hedefi revize edilir(örneğin büyük petrol fiyatı şokları) | Kamuoyu açıklaması                          | Enflasyon Raporu;<br>Enflasyon Tahminleri ( 1 yıllık nokta hedef)                                                                            |

| Ülkeler ve Hedeflemeye Başlangıç Tarihleri | Hedef Bandın Genişliği                     | Hedef için kullanılan Fiyat Endeksi | Hedefin Zamansal Boyutu | Enf.Hedefinin Belirlenme Şekli    | İstisnai Kaçış Yolları | Hedeften Sapma durumunda Hesap Verebilirlik | Uygulanan Politika ile ilgili Açıklayıcı Yayınlar |
|--------------------------------------------|--------------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------|-----------------------------------|------------------------|---------------------------------------------|---------------------------------------------------|
| 19.Kolombiya Eylül 1999                    | 1999:%15<br>2000:%10<br>2001:%8<br>2001:%6 | TÜFE                                | 1 Yıl                   | Hükümet ve Merkez Bankası beraber | Yok                    | yok                                         | Enflasyon Raporu;                                 |

**Kaynak:** Frederic S. Mishkin and 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., 2001, s.41-44., Norman Loayza and Raimundo Soto, “Inflastion Targeting: An Overview”, Central Bank of Chile, 2002, s.12-17., Serdar Öztürk, s.4., Andrea Schaechter, Mark R.Stone and Mark Zelmer, **Adoption Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries**, IMF Washington DC, 2000, s.31-35

Bu kısmın sonunda enflasyon hedeflemesini etkileyen faktörleri ortaya çıkarmak üzere yapılmış çok sayıda ampirik çalışmadan bir tanesinin sonuçları analiz edilecektir. Tablo 2.31’de 2001 yılına kadar EHR uygulayan 19 ülkenin uygulama dönemi ve sonrası elde ettikleri enflasyon oranları özet şekilde sunulmaktadır. Bu 19 ülke için EHR’ni etkileyen değişkenleri içeren uygun probit modeli ile yapılan ampirik çalışmada enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamasına sahip olmayı etkileyen faktörler incelenmiştir. Kurulan model uygun bir enflasyon hedeflemesi rejimine sahip olmanın şartlı olasılığı olarak aşağıdaki gibi ifade edilmiştir.<sup>550</sup>

$$Pr(IT/..) = f(Inf, Open, Fiscal, BW, MT, CBF1, CBGI, CBII) \quad (2.62)$$

Fonksiyondaki katsayılara ilişkin beklentiler; **Fiscal**, **BW** ve merkez bankası bağımsızlığına dair üç değişkenin pozitif, **MT** değişkeninin katsayısının negatif ve **Inf** ile **Open** değişkenlerine ait katsayıların ise belirsiz olması yönündedir. Bu katsayılar için kesin yargıda bulunmak mümkün değildir.<sup>551</sup>

Çalışmada elde edilen sonuçlara göre, enflasyon hedeflemesi sadece parasal büyüme hedefleri (**MT**) değişkeni ile anlamlı ve ters orantılıdır. Enflasyon hedeflemesi rejimi, ticari açıklık değişkeni (**Open**) , Bütçe Açığının GSYİH’oranı değişkeni (**Fiscal**), döviz kuru bandı genişliği (**BW**) ve merkez bankası araç bağımsızlığı değişkeni (**CBII**) ile anlamlı olmayan doğrusal orantılı ilişki içindedir. EHR, standardize edilmiş enflasyon değişkeni (**Inf**), merkez bankası yasal bağımsızlık değişkeni (**CBFI**) ve merkez bankası hedef bağımsızlığı (**CBGI**) ile anlamlı olmayan ters orantılı ilişki içindedir.<sup>552</sup>

#### 2.4.14.1. Enflasyon Hedeflemesi Ülke Deneyimleri: Yeni Zelanda Deneyimi

Yeni Zelanda’nın enflasyon hedeflemesi deneyimi hem dünyada ilk olması<sup>553</sup> açısından hem de sonuçları ve çıkarılacak dersler bakımından diğerlerinden farklı bir yere sahiptir. Yeni Zelanda’da enflasyon hedeflemesi rejimi, maliye politikası, para politikası ve dış ticaret gibi alanlarda reform yapılmasını öngören bir dizi değişiklik

<sup>550</sup> Mishkin ve Schmidt-Hebbel, **a.g.e.**, s.6

<sup>551</sup> **A.e.**

<sup>552</sup> **A.e.**

<sup>553</sup> Mishkin ve Posen, **a.g.e.**, s.29

birlikte uygulanmak istenmiştir. Bu reformların en önemlisi 1989 yılında merkez bankasının yasayla tam bağımsızlığa kavuşturulmasıdır. Yasanın merkez bankası için öngördüğü temel hedef fiyat istikrarıdır. Böylece operasyonel ve yasal yönden bağımsız bir banka ortaya çıkmıştır. Yeni yasayla Merkez Bankası (Reserve Bank of New Zealand) kendi para politikası araçlarını seçme bağımsızlığına kavuşurken, hükümetin ekonomi politikaları ile çelişmesi durumunda ikaz edilmesi durumu da söz konusu olmuştur.<sup>554</sup>

Yüksek enflasyonlu bir süreçten geçen ülkede politik çevreler ve kamuoyu konuya duyarlı yaklaşarak 1960'lardan beri süregelen ve 1970'lerde petrol şokları ile çift haneye çıkan (1974-1988 arasında kümülatif enflasyon değeri yüzde 480 olmuştu)<sup>555</sup> ve iyice hız kazanan fiyatların istikrarsızlığına bir son verilmesi gerektiği konusunda fikir birliğine varmışlardı.

1990 yılında hükümetle merkez bankası başkanı arasında yapılan antlaşma<sup>556</sup> ile dünyada ilk enflasyon hedeflemesi uygulaması Yeni Zelanda'da başlamış oldu. Anlaşma gereği enflasyon hedefi hükümet ve merkez bankası tarafından ortaklaşa belirlenecek bir aralık hedefi olacaktı. Bu ortak yapı para politikasında "kural ve duruma göre " politika adıyla anılmaktadır.<sup>557</sup> Ortaklaşa belirlenen TÜFE endeksinin tüm mal gruplarında yüzde 0-2 aralığında gerçekleşmesi öngörülmüş ve bu hedefin Aralık 1992 tarihine kadar tutturulması amaçlanmıştı.<sup>558</sup> Bu süreçte merkez bankasının dışsal şoklar hariç hedeften sapması için hiçbir mazeret hükümet tarafından kabul edilmeyecekti.<sup>559</sup>

---

<sup>554</sup> Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi**, s.75-77

<sup>555</sup> Peter Nicholl ve David J. Archer, "An Announced Downward Path for Inflation." In Richard O'Brien, Ed., **Finance And The International Economy**, No. 6, Oxford University Press., December 1992, s.6

<sup>556</sup> Policy Targets Aggrement (PTA) adı verilen anlaşma maliye bakanı ile Merkez bankası başkanı arasında 2 Mart 1990'da imzalandı. Aralık 1992 yılında revize edildi. Anlaşma enflasyon için bir hedef değer vermeye ve bunun gerçekleşeceği bir son tarihi içermektedir.( Carl E. Walsh, 1995, s.1181)

<sup>557</sup> David J. Archer, "The new Zealand Approach to Rules and Discretion in Monetary Policy", **Journal of Monetary Economics**, No.39, pp.3-15, 1997, s.4-5

<sup>558</sup> Nicholl ve Archer, **a.g.e.**, s.120

<sup>559</sup> Mishkin ve Posen, **a.g.e.**, s.34

Biraz daha yakından bakıldığında, Yeni Zelanda'nın uyguladığı enflasyon hedeflemesi rejiminin diğer ülkelerden biraz farklı olduğu görülmektedir. Bu ülkede maliye bakanı ve merkez bankası başkanı, müzakereler sonucunda varılan uzlaşmayı kamuoyuna bir hedef olarak deklare etmektedir. Merkez bankası bağımsız olmasına rağmen, merkez bankası başkanı maliye bakanına karşı doğrudan sorumludur. Ayrıca merkez bankası başkanının bir taahhüt altına girerek kamuoyu önünde yapacağı faaliyetlerin sorumluluğunu kabul ettiğini beyan etmesi gerekmektedir.<sup>560</sup> Başkan hedeflenen düzeyi gerçekleştiremediği takdirde de görev süresinin dolması beklenilmeden maliye bakanı tarafından başkanlıktan el çektirilebilmektedir.<sup>561</sup> Yani, aslında maliye bakanı para politikalarına doğrudan etki etmektedir. Bu yönü ile Yeni Zelanda'daki EHR uygulama katıdır. Başkan enflasyonun raydan çıkması durumunda nasıl ve ne zaman tekrar rayına oturacağına dair inandırıcı bilgileri hem maliye bakanına hem de kamuoyuna sunmak zorundadır. Bankanın ayrıca yürütülen para politikalarının sonuçları hakkında yılda iki kez rapor sunması gerekmektedir.<sup>562</sup>

Merkez bankası bu hedef doğrultusunda para politikası düzenlemelerine gitmiş olmasına rağmen, konjonktürel durumun elverişsiz olmasından, dışsal şoklardan ve hükümetin vergi politikası uygulama sonuçlarının olumsuz yansımalarından ötürü hedeflenen enflasyon oranı istenilen süre içerisinde tutturulamamıştır. Uygulanan ara rejim tipinden vazgeçmeden merkez bankası ile yeni bir anlaşma imzalayan hükümet bu sefer sadece merkez bankasının kontrol sahasındaki mal ve hizmetlerin fiyatlarının dikkate alınmasına karar vermiştir.

Uygulama sonuçlarına bakıldığında, 1995 yılı itibari ile enflasyonun yüzde 2.5'in altına indiği görülmektedir. Fakat 1997 yılı için öngörülen enflasyon hedefini aşmaktan korkan banka 1996 yılı boyunca gecelik faiz oranlarını % 10 da sabit

---

<sup>560</sup> Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi**, s.78-80

<sup>561</sup> Carl E. Walsh, "Is New Zealand's Reserve Bank Act of 1989 an Optimal Central Bank Contract?", **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 27, No. 4, Part 1 (Nov., 1995), pp. 1179-1191, 1995, s.1182.

<sup>562</sup> Andreas M. Fischer and Adrian B.Orr, "Monetary Policy Credibility and Price Uncertainty: The New Zealand Experience of Inflation Targeting", **OECD Economic Studies**, No.22, pp.155-179, 1994, s.158-159

bırakıp, daraltıcı politikalar izlemeye başlayınca dezenflasyonit bir süreç ortaya çıkmış ve ekonomik büyüme büyük yara almıştır.<sup>563</sup>

Ekonomik büyüme gerilemiş olmasına rağmen, enflasyon hedeflemesi istenilen sonuçları vermiştir. 1996 yılı sonunda en üst noktasına ulaşan “temel enflasyon” oranı, 1997 başında gerilemeye başlamış ve enflasyonu yüzde 0-2 bandı içine sokmak için girişilen gayretler başarılı olmuştur. Yine bu dönemde güvenilirliği arttırmak ve bekleyişleri yönlendirmek için bütçe fazlası verilmesi yoluna gidilmiştir.<sup>564</sup>

Daha sonraki süreçte Asya ve Rusya krizleri Yeni Zelanda’yı da etkilemeye başlayınca, durgunlaşan ekonomiyi canlandırmak için enflasyon hedefinden ödün verilmesi gündeme gelmiştir. Merkez bankasının o dönemki başkanı Don Brash daha sonra bu uygulamayı eleştirmiş ve ekonomik büyümeyi uyarmak adına enflasyonu artırmanın gereksiz olduğunu savunmuştur.<sup>565</sup> Ancak bunlara rağmen Yeni Zelanda Deneyimi başarılı bir enflasyon hedeflemesi örneği olarak literatüre geçmiştir. Çünkü enflasyon kontrol altına alınırken makro dengelere büyük zararlar verilmemiş ve ek bir maliyet ortaya çıkmamıştır. Bu uygulama sayesinde Yeni Zelanda düşük enflasyon ve yüksek ekonomik büyüme gerçekleştiren ülkeler arasına katılmıştır.<sup>566</sup>

---

<sup>563</sup> Frederic S. Mishkin, “Issues in Inflation Targeting,” **National Bureau of Economic Research**, June 2000, s.12

<sup>564</sup> Malatyalı, **a.g.e**, s.28

<sup>565</sup> Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi**, s.79

<sup>566</sup> Mishkin ve Posen, **a.g.e.**, s.47

**Tablo 2.32. Ekonomik Göstergeler - Yeni Zelanda**

|                 | 1988  | 1989  | 1990  | 1991  | 1992  | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Döviz Kuru      | 1.592 | 1.674 | 1.701 | 1.848 | 1.944 | 1.790 | 1.556 | 1.531 | 1.416 |
| Döviz Thv Fz(%) | 13.11 | 12.78 | 12.46 | 10.00 | 7.87  | 6.69  | 7.48  | 7.94  | 8.04  |
| Rezervler       | 2.8   | 3.0   | 4.1   | 3.0   | 3.1   | 3.3   | 3.7   | 4.4   | 6.0   |
| TÜFE Enf.(%)    | 6.4   | 5.7   | 6.1   | 2.6   | 1.0   | 1.3   | 1.7   | 3.8   | 2.3   |
| Cari Aç.(       | -0.6  | -2.1  | -1.5  | -1.2  | -1.4  | -1.1  | -2.1  | -3.4  | -3.9  |
| GSYİH Büy.(%)   | -1.7  | 0.9   | -1.3  | -1.3  | 0.8   | 6.7   | 5.7   | 2.4   | 3.0   |
| BA/GSYİH (%)    | +2.0  | n.a.  | +4.0  | +2.0  | -2.3  | +0.1  | +0.8  | 0.4   | 5.3   |
| M3(%Değ.)       | 3.4   | 3.8   | 14.5  | 6.9   | 13.7  | 2.5   | 3.5   | 15.6  | 12.1  |
| U               | 5.6   | 7.1   | 7.8   | 9.4   | 10.6  | 9.8   | 9.1   | 6.6   | 6.2   |
| Temel Enflasyon | na    | na    | 3.4   | 1.8   | 1.8   | 1.3   | 1.5   | 2.0   | 2.4   |

a. Döviz Kuru : 1USD = YZDLR;

b. Rezervler : Altın hariç uluslararası rezervler;

c. U- İşsizlik Oranı

d.na: veri yok

e. Temel Enflasyon: Tüketici endeksinden işlenmemiş gıda ürünleri, alkollü ve alkolsüz içecekler, bütün ürünleri ve enerjinin çıkarılması ile elde edilir.

**Kaynak:** N.Kamuran Malatyalı, “Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, **DPT Çalışma Raporları**, No.1, 1998, s.21 ve 27.

Yeni Zelanda’nın enflasyon hedeflemesi uygulama sonuçları Tablo 2.32’de yer almaktadır. Uygulama öncesinde Yeni Zelanda Doları ABD Dolarına karşı 1.70 seviyesinde iken, uygulamanın başlamasını takip eden iki yılın sonunda kur daha da yukarı çıkarak 1.94 düzeyine yükselmiştir. Fiyatlar istikrara kavuştuğu kur da uygulamanın beşinci yılında 1.5 düzeylerine tekrar inmiştir.

Rejimin ilk uygulandığı yıl büyüme oranında keskin bir düşüş yaşansa da ilerleyen iki yıl boyunca Yeni Zelanda ekonomisi yüzde 5 oranında büyümüştür. Uygulama öncesinde büyüme oranları OECD ortalamasının altında kalan ülkenin uygulama sonrası büyüme oranları ortalama yüzde 4 düzeyine çıkmıştır. Uygulamanın ilk iki yılında daralan ekonominin daha sonraki yıllarda yüzde 6.7’lik büyüme oranlarına kavuştuğu açıkça görülmektedir. Enflasyon oranları 1985-87 arasında çift haneye kadar çıkan ülkede enflasyon hedeflemesinden sonraki yıl TÜFE enflasyonu hedeflenen bandın dışında kalmış olmasına rağmen, uygulamanın ikinci yılında yıllık enflasyon yüzde 1.0 düzeyine inerek büyük bir başarı sağlanmıştır. Tablo

2.32’de görüldüğü gibi benzer iyileşmeler bütçe açığı ve işsizlik oranlarında da yaşanmıştır.<sup>567</sup>

Bu başarılı oranlarla Yeni Zelanda, 1993-1995 arası dönemde OECD içinde en düşük enflasyon oranıyla en hızlı büyüyen ülke olmuştur..<sup>568</sup>

Yeni Zelanda deneyiminden çıkarılacak dersleri kısaca şöyle özetlenebilir: Birincisi, özellikle dışa açık küçük bir ekonomi için, enflasyonun artış trendini kırıp düşük enflasyon beklentisi yaratmak (beklentileri yönetmek), enflasyonu dar bir aralıkta katı bir şekilde kontrol etmekten daha zordur ve Yeni Zelanda bunu başarmıştır. İkincisi de, gereğinden fazla kural belirlemek hem merkez bankasının esnek hareket etmesine izin vermediği, bankanın temel amacına odaklanmasına engel teşkil ettiği için hem de güvenilirlik kayıplarına yol açtığından dolayı enflasyon hedeflemesi rejiminde tek kural belirlenmesi sonuca ulaşmada daha etkili olmaktadır.

#### 2.4.14.2. İngiltere Deneyimi

İngiltere 1973 yılından itibaren M3 para stokuna dayalı bir istikrar politikası izlemiştir. 1980 yılında ilan edilen Orta Vadeli Mali Strateji Programı çerçevesinde 1980/1981 döneminde yüzde 7-11 olarak hedeflenen M3 artış hızının 1983/1984 döneminde yüzde 4-8 düzeyine inmesi öngörülmüştür. Ancak geniş tanımlı para arzı artışında hedeflenen bu gelişme Tablo 2.33’te görüldüğü gibi sağlanamamıştır. Bu başarısızlık sonrasında parasal hedefleme politikası 1986 yılı sonunda terk edilmiştir.

Eylül 1992’de yaşanan ve döviz piyasalarında devalüasyonlara neden olan Kara Pazartesi Döviz Kuru Mekanizması’na (ERM) dahil olan ülkelerin faiz oranlarını arttırmalarına yol açmıştır ancak İngiltere faiz oranlarını arttırmadığı için ERM’den dışlanmıştır. İngiltere’nin ekonomi politikalarının güvenilirliğini sağlamak için yeni bir çapa arayışı sonrasında Yeni Zelanda ve Kanada’nın başarılı şekilde uyguladığı

<sup>567</sup> 1983-1986 arası dönemde bütçe açığının GSYİH’ya oranı ortalama yüzde -5 kadardır.

<sup>568</sup> John Ammer ve Richard T. Freeman, “ Inflation Targetting in the 1990s: The Experiences of New Zealand, Canada, and The United Kingdom”, **Board of Governors of The Federal Reserve System International Finance Discussion Papers**, No.473, June 1994, s.14



enflasyon hedeflemesi rejimi İngiltere'ye de ilham vermiş ve 8 Ekim 1992 tarihinde enflasyon hedeflemesine geçtiğini açıklamıştır.<sup>569</sup>

TÜFE'den ipotek faizleri çıkarılarak elde edilen endekse yüzde 1-4 aralık hedefi koyan İngiltere Merkez Bankası Şubat 1993 yılında ilk enflasyon raporunu yayınlamış ve bu tarihten itibaren yılda dört sefer enflasyon raporu yayınlayarak ileriye dönük enflasyon tahminlerini bu sayede kamuoyu ile paylaşma imkanı elde etmiştir. Bu aralık hedefi daha sonra değiştirilmiş ve 1997 yılında dönemin başbakanı tarafından yüzde 2.5 olarak revize edilmiştir.<sup>570</sup>

**Tablo 2.33. İngiltere Makroekonomik Ekonomik Göstergeler**

|                 | 1983  | 1984  | 1985  | 1986  | 1987  | 1988  | 1989  |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Dvz kuru        | 0.689 | 0.865 | 0.692 | 0.678 | 0.534 | 0.553 | 0.623 |
| Dv Thv Fz Or(%) | 11.19 | 11.29 | 11.13 | 10.01 | 9.36  | 9.66  | 10.73 |
| Rezervler (Mlyr | 11.3  | 9.4   | 12.9  | 18.4  | 41.7  | 44.1  | 34.8  |
| TÜFE Enf. (%)   | 4.6   | 5.0   | 6.1   | 3.4   | 4.1   | 4.9   | 7.8   |
| Cari Açık (Mlyr | +5.3  | +1.8  | +3.3  | -1.34 | -8.1  | -29.3 | -36.7 |
| GSYİH Büy.(%)   | 3.7   | 2.3   | 3.8   | 4.3   | 4.8   | 5.0   | 2.2   |
| BA/GSYİH(%)     | -4.4  | -3.2  | -2.9  | -2.4  | -0.7  | +1.5  | +1.5  |
| MO (% Değ.)     | 6.9   | 5.6   | 3.7   | 5.2   | 4.3   | 8.5   | 5.4   |
| M4 (%Değ.)      | 13.2  | 13.5  | 13.0  | 14.7  | 18.0  | 17.7  | 18.9  |
| U(%)            | n.a.  | n.a.  | n.a.  | 11.8  | 10.6  | 8.4   | 6.3   |

\*1997 rakamları Temmuz ayı itibariyledir.

Dvz Kuru : 1USD = STG; Rezervler : Altın hariç uluslararası rezervler; BA/GSYİH : Bütçe Açığı ; U- İşsizlik Oranı, n.a.-veri bulunamadı.

**Kaynak:** N. Kamuran Malatyalı, “ Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamaları Örnekler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği” **DPT Çalışma Raporları**, No. 1, Mart 1998, s.29

#### 2.4.14.3. Kanada Deneyimi

Kanada, 1970’lerin sonu ile 1980’lerin başı arasındaki dönemde parasal tabana dayalı istikrar politikası izlemiştir. M1 para arzını hedefleyen bu politika daha sonra mali araçlardaki yenilikler nedeniyle başarısız olmuştur. Sabit döviz kuru çapası politikasını 1991 yılına kadar devam ettiren Kanada, 1991 yılında kur politikasını da terketmek zorunda kalmıştır.

<sup>569</sup> A.g.e., s.28-30

<sup>570</sup> Murat Kaygusuz "Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliği", **Econturk Online**, 2004.", s.13, Çevrimiçi: <http://www.econturk.org/Turkiye2004.html>, Erişim: 20 .09.2011

Şubat 1991 yılında EHR sistemini uygulamaya başlayan Kanada Merkez Bankası enflasyon hedefini 1998 yılının sonuna kadar yüzde 1-3 olarak açıklamıştır. Bu uygulamanın kamuoyuna duyurulma şekli Yeni Zelanda örneğindeki gibi bir protokolle olmuştur. Enflasyonist bekleyişler için 30 yıllık tahvillerin reel getirileri ve anket sonuçlarından yararlanılmıştır. Bu arada döviz kurları da yakından takip edilmeye devam edilmiştir. Gecelik faizler için 1994 yılından sonra yüzde 0.5’lik bir koridor belirlenmiştir. Mayıs 1995’ten sonra merkez bankası iletişim politikası gereği yılda iki sefer enflasyon raporu sunmaya başlamıştır.<sup>571</sup>

Enflasyon oranı uzun dönem seviyesine indikten sonra hedef dönemi 5 yıla çıkarılmıştır. Kanada endeks olarak olarak temel TÜFE’nin enerji fiyatlarından arındırılmış özel halini kullanmıştır. Uygulama sonuçlarına bakıldığında reel ekonominin daha istikrarlı hale geldiği görülmektedir. Hem çıktı açığı hem de işsizlik oranları önceki 10 yıla göre başarılı enflasyon hedeflemesi sürecinde daha istikrarlı ve az dalgalanır hale gelmiştir (Tablo 2.34). 2000 yılında işsizlik oranı 25 yılın en düşük değerine inmiştir<sup>572</sup>.

**Tablo 2.34. Kanada: Reel Makro Değişkenlerin Volatilitesi, 1981-2000**

| Değişken                       | 1981-1990 | 1991-2000 |
|--------------------------------|-----------|-----------|
| GSYİH standart sapması         | 4.00      | 2.48      |
| Çıktı açığı standart sapması   | 2.26      | 1.79      |
| İşsizlik oranı standar sapması | 1.69      | 1.50      |

**Kaynak:** David Dodge, “Inflation Targeting in Canada: Experience and Lessons”, **Economics and Finance**, No.13, 2002, ss.113-124, s.119

#### 2.4.14.4. İsrail Deneyimi

Yeni Zelanda ve Kanada’nın başarılı enflasyon hedeflemesi örneklerinden sonra, 1948-1973 arası dönemde yıllık ortalama yüzde 10 oranında büyüyen ve enflasyon

<sup>571</sup> A.e.

<sup>572</sup> David Dodge, “Inflation Targeting in Canada: Experience and Lessons”, **Economics and Finance**, No.13, 2002, ss.113-124, s.119

oranı yıllık ortalama yüzde 6-7 olan İsrail <sup>573</sup> 1985 yılında savaş sonrası dönemin maliyetlerinden dolayı ortaya çıkan hiper enflasyonla mücadele etmek için uyguladığı kur ve para hedeflemelerini ikinci bir aşamaya taşıyarak 1991 yılında enflasyon hedeflemesini uygulamaya koymuştur.

Savaş sonrası dönemin maliyetleri bütçenin % 14 açık vermesine ve İsrail’de hiperenflasyon yaşanmasına neden olmuştur. Bu yüzden de döviz kuruna dayalı, fiyat ve ücret kontrollerini de içeren heterodoks stabilizasyon programı sayesinde 1986-1991 arasındaki dönemde enflasyon oranı yüzde 16-20 seviyesine inebilmiştir.

1991 yılında enflasyon hedeflemesi rejimine geçen İsrail enflasyon hedefini TÜFE endeksinin % 14-15 aralığı şeklinde belirlemiş ve kademeli olarak 2000 yılına kadar enflasyon oranını % 3-4 bandına oturtmak istemiştir. Döviz kurlarını da tamamen serbest dalgalanmaya bırakmayan İsrail, ticaret ortaklarının ortalama enflasyon tahminleri ile İsrail Merkez Bankası’nın enflasyon hedefi arasındaki fark kadar döviz kurunun dalgalanmasına izin vermiştir..

Bu kararlar merkez bankasına güvenilirlik kazandırmış olup 1996 yılına kadar enflasyon oranı yıllık ortalama yüzde 10 civarına gerilemiştir. İsrail Deneyimi, nispeten yüksek enflasyon ortamında başladığı için ne Yeni Zelanda ne de Kanada örneğine benzemektedir. Hemen 1992 yılında uygulanan program etkisini göstermiş ve enflasyon oranı resmi hedef olan yüzde 10’un altına inerek 9,4 olarak gerçekleşmiştir. İsrail’in EHR uygulaması döviz kurunun aşırı yükseldiği 1994, 1996’nın ilk yarısı ve 1998 yılları hariç başarılı bir uygulama deneyimidir.<sup>574</sup>

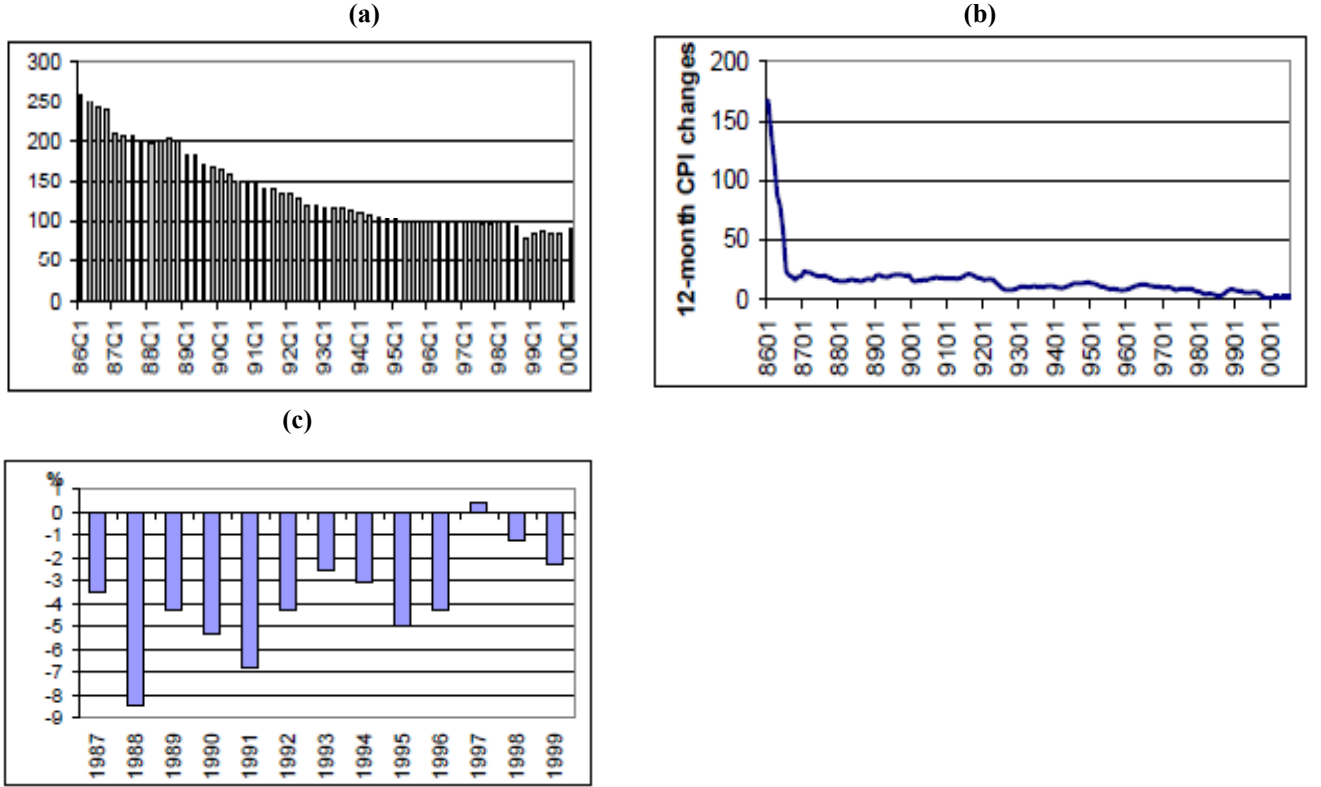
Grafik 2.13 İsrail’in EHR’i öncesi ve sonrası dönemine ait (a) Nominal Döviz kuru, (b) Enflasyon Oranını ve (c) Bütçe açıkları/GSYİH verilerini göstermektedir. Dikkat edilirse enflasyon oranı düşürükçe (Tablo b), döviz kurundaki devalüasyon oranı da düşmektedir (Tablo a).

---

<sup>573</sup>Michael Bruno ve William Easterly, “Inflation Crises and Long-Run Growth”, **Policy Research Working Paper** 1517, 1995, s.3.

<sup>574</sup> Kadioğlu, Özdemir ve Yılmaz, **a.g.e.** s.26-32

**Grafik 2.13. İsrail'e ait (a)Döviz Kuru, (b)Enflasyon Oranları ve (c)Bütçe açıkları Göstergeleri: 1986-2001**



**Kaynak:** Ferya Kadioğlu, Nilüfer Özdemir ve Gökhan Yılmaz, “Inflation Targeting in Developing Countries”, **TCMB Tartışma Tebliği**, 2000, s.25-27.

#### 2.4.14.5. Brezilya Deneyimi

Brezilya parasal kontrol, döviz çapası gibi birçok başarısız istikrar programından sonra enflasyon hedeflemesi rejimini Temmuz 1997’de uygulamaya koymuştur. Hedef endeks olarak TÜFE baz alınmış ve enflasyon hedefleri 2 yıllık dönemler halinde açıklanmıştır. Yeni Zelanda örneğindeki gibi merkez bankasına yasa ile enflasyon konusunda sorumluluk verilmiş ve banka tek yetkili mercii kılınmıştır.

Enflasyon hedefi Ulusal Para Konseyi tarafından, maliye bakanının teklifi dikkate alınarak, açıklanmaktadır. Bundan dolayı merkez bankasının tam anlamıyla hedef bağımsız olduğu söylenemez. 1999, 2000 ve 2001 yılları için enflasyon hedefleri sırasıyla yüzde 8, 6 ve 4 olarak açıklanmıştır. Alt ve üst hedefler arasında yüzde 2 kadar belirsizlik marjı belirlenmiştir. Merkez bankası üç ayda bir enflasyon raporu

yayımlayarak, enflasyon hedeflerini kamuoyu ile paylaşmaktadır. Yine burada da hedeflenen enflasyonun gerçekleşmemesi halinde, Maliye Bakanlığı bunun nedenlerini açık bir mektupla açıklamak zorundadır.

Brezilya'nın başarılı bir enflasyon hedeflemesi yaptığı Tablo 2.34'e bakılarak görülebilir.<sup>575</sup> Uygulama sonrasında 1999'un ilk çeyreğinde yüzde 12 olan enflasyon oranı 1999'un ikinci çeyreğinde yüzde 4.27'ye inmiştir. Reel büyüme oranlarına bakıldığında, 1999 yılında yüzde 0.72 olan büyümenin 2000 yılı ikinci çeyreğinde yüzde 4.60'a çıktığı görülmektedir. Ayrıca bu süre zarfında döviz kuru 1.77'den 1.80'e çıkarak yerel paranın Dolar'a karşı değersizleşmesi sağlanmıştır. Ticaret dengesi de süreç sonunda ülke lehine dönmeye başlamış ve başlangıçta -817 milyon Dolar olan dış ticaret açığı bir yıl sonra +833 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.<sup>576</sup>

**Tablo 2.34. Brezilya: Enflasyon Hedeflemesi Öncesi ve Sonrası Özet Veriler**

| Makro göstergeler                 | 1999Q1  | 1999Q2 | 2000Q1 | 2000Q2                |
|-----------------------------------|---------|--------|--------|-----------------------|
| Reel Büyüme (%)                   | 0.72    | -0.17  | 3.08   | 4.60                  |
| Gerçekleşen Enflasyon (yıllık %)  | 12.03   | 4.27   | 3.94   | 2.67 <sup>mayıs</sup> |
| Hedeflenen Enflasyon (yıllık %)   | 15.87   | 18.11  | 6.64   | 6.93                  |
| Nominal Faiz Oranı                | 38.20   | 27.20  | 18.90  | 19.30                 |
| Nominal Döviz Kuru                | 1.7220  | 1.7695 | 1.7437 | 1.8000                |
| Dış Ticaret dengesi( Mily. Dolar) | -817,00 | 201,00 | 26,00  | 833,00                |
| KKBG(% GSYİH)                     | 0.69    | 1.55   | 3.31   | 3.52 <sup>Nisan</sup> |

**Kaynak:** Dionísio Dias Carneiro, "Inflation Targeting in Brazil:What Difference does a Year Make?", **Texto Para Discussão**, No.429, Ağustos 2000, s.4

Bu bölümün sonunda, ikinci bölüm dâhilinde anlatılan ara rejimlerden en önemli dört tanesi toplu halde Tablo 2.34a'da gösterilmektedir. Tabloda rejimlere ait özellikler, önkoşullar, avantajlar, dezavantajlar ve başarılı uygulama örnekleri yer almaktadır. Bölüm boyunca ayrıntılı şekilde anlatıldığı için tablonun açıklanmasına ayrıca girilmeyecektir.

<sup>575</sup> Kaygusuz, **Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye 'de Uygulanabilirliği**, s.16

<sup>576</sup> Dionísio Dias Carneiro, "Inflation Targeting in Brazil: What Difference does a Year Make?", **Texto Para Discussão**, No.429, Ağustos 2000, s.4-5

**Tablo 2.34a. En Çok Kullanılan Ara Rejimlere Ait Özet Tablo**

| <b>Rejim Tipi</b>             | <b>Özellikleri ve Ön Koşulları ve</b>                                                                               | <b>Avantajları</b>                                                                                                                                                                                                                                                                               | <b>Dezavantajları</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | <b>Başarılı enflasyonu düşürme örnekleri</b>                                                                                                                                                                              |
|-------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Döviz Kuru Hedeflemesi</b> | 1.Sağlam Finansal Sistem<br>2.Sağlam Mali Yapı                                                                      | 1. Enflasyonu uluslararası ticarete konu malların fiyatına sabitlemesi<br>2. Nominal çapa aracılığıyla enflasyon beklentilerini aşağıya çeker.<br>3.Şeffaf bir politikadır: basit ve açıktır<br>4.Otomatik ayarlama mekanizması ile zaman tutarsızlığına karşı para-maliye politikalarını korur. | 1.Hâsılada dalgalanmalara neden olması<br>2.Banka iflaslarına ve spekülatif ataklara açık olması<br>3.politikayı terk etmenin güç olması                                                                                                                                                                                                 | 1.Fransa:<br>Enflasyon 1987’de % 3 Almaya’nın üstünde iken 1997’de %2 ile aynı olmuştur.<br>2.İngiltere:<br>1990: $\pi$ =% 10<br>1992: $\pi$ =%3<br>3.Arjantin: Para kurulu<br>1989-90: $\pi$ = >%1000<br>1994: $\pi$ =%5 |
| <b>Parasal Hedefleme</b>      | 1.Toplam para tabanının hedef alınması<br>2.Parasal hedefi ilan edilmesi<br>3.Hedefi tutturmada hesapverebilir olma | 1. Yurtiçi öncelikleri kolayca karşılayabilme, üstesinden gelme<br>2.Nominal çapa anlaşılır ve nettir.<br>3.Ekonomik göstergeleri derhal ortaya çıkar<br>4. Merkez bankasının hesapverebilirliği de derhal ortaya çıkar.                                                                         | 1. GSYİH ile para arzı arasında güçlü bir ilişki yoksa ( varsa avantajdır) parasal hedefleme yüksek oranlı sapma gösterir, $y$ , $\pi$ ve $i$ ’de yüksek volatilité olur.<br>2. Kanada, Amerika ve İngiltere Deneyimleri Başarısızdır.(-ciddi şekilde program takip edilmediği ve Para arzı ile çıktı arasındaki zayıf ilişki nedeniyle) | 1.İsveçre ve Almanya başarıyla uygulamışlardır (çünkü, esnek uygulama, iletişime önem verme ve uzun dönem enflasyon değerine odaklanma olmuştur).<br>2.İsviçre:<br>1989-1992: $\pi$ , %8’den %5’ indi.                    |

|                                                                                                   |                                                                                                                                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Enflasyon Hedeflemesi</b>                                                                      | 1. Kamuoyuna orta vadeli enflasyon hedefini ilan etme<br>2. Fiyat istikrarı amacını kurumsal olarak taahhüt etme<br>3. Bilgilendirmeye dayalı strateji olma<br>4. Kamuoyuyla direk iletişime geçerek şeffaflığı artırma<br>5. Hesap verebilirliği artırma | 1. Yurtiçi önceliklere odaklanabilme,<br>2. kolayca anlaşılabilme ve şeffaf olma<br>3. Hesapverebilirlik yolunun açık olması<br>4. zaman tutarsızlığı problemini yok etme | 1. Rijit olması<br>2. Hâsılada düşmelere neden olması<br>3. yüksek $\pi$ değerlerinde hesapverebilirliğin zayıf olması<br>4. yüksek $\pi$ değerlerini aşağı çekmenin güç olması<br>5. mali baskınlığın politikayı zayıflatması<br>6.           | Latin Amerika Ülkeleri başarıyla uygulamışlardır.<br>1. Şili:<br>1991’de $\pi > \% 20$<br>2000 yılında tam enflasyon hedeflemesine geçildi. 2004 itibari ile enflasyon % 3.<br>2. Brezilya:<br>4 ay gibi kısa sürede enflasyonu düşürmeyi başarmıştır.<br>3. Diğer deneyimler yukarıda uzunca anlatıldığı için buraya alınmadı. |
| <b>Örtük enflasyon hedefiyle birlikte parasal hedeflemede bulunma, “(“just do it” politikası)</b> | 1. Fiyat istikrarını örtük şekilde hedefleme<br>2. İleriye yönelik bir politika oluşturma                                                                                                                                                                 | 1. Yurtiçi öncelikleri kolayca karşılayabilme, üstesinden gelebilme.<br>2. $M$ ve $PQ$ arasındaki sabit ilişkiye dayanmamaktadır.<br>3. Amerika’da başarılı olmuştur.     | 1. Şeffaf değildir.<br>2. Hesapverebilirlik sorunu vardır.<br>3. Enflasyon korkularına maruz kalma<br>4. Merkez bankası ile hükümet politikaları tutarlı olur.<br>5. iyi para politikası yönetimi ve sağlam politik kurumlar gerektirmektedir. | Alan Greenspan yönetiminde FED bu politikayı başarılı şekilde uygulamıştır.                                                                                                                                                                                                                                                     |

**Notlar:**  $\pi$  enflasyonu,  $y$ , hasılayı,  $i$  faizleri,  $M$  para arzını  $PQ$  toplam çıktıyı göstermektedir.

**Kaynak:** Frederic S. Mishkin, “ Inflation Targeting: Lessons From The International Experience”, t.y., s.1-89, (çevrimiçi), [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/research/seminars\\_workshops/2002/2002\\_04-05\\_Mishkin.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/research/seminars_workshops/2002/2002_04-05_Mishkin.pdf), Erişim: 12.09.2011

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TARİHSEL SÜREÇTE TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKALARI VE YAKIN DÖNEM KRİZLERİ

Bu bölümde önce para politikaları ile ilgili iktisat yazınında köşe taşı niteliği taşıyan terori ve düşünceler anlatılacak, daha sonra tarihsel süreçte Türkiye’de uygulanan para politikaları analiz edilecektir. Bölümün devamında Türkiye’nin yakın dönemde yaşadığı döviz krizleri, bankacılık krizleri ve finansal krizler birkaç farklı açıdan karşılaştırmalı olarak ele alınmaktadır.

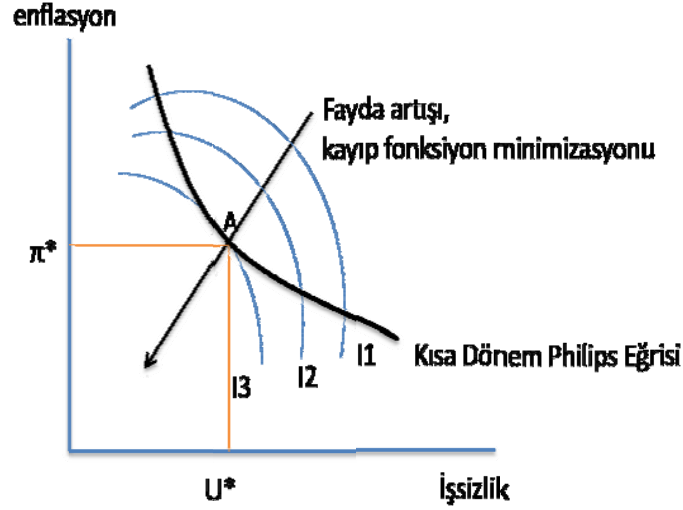
#### 1.7. PARA POLİTİKASI ÖNERİLERİ

1970’lerde baş gösteren stagflasyon (durgunlukta enflasyon), dünyaki merkez bankalarının para politikalarını monetarist bakış açısıyla yeniden revize etmelerine neden olmuştur. Keynesyen anlamda birbirinin zıddı olan durgunluk ve işsizliğin bir arada yaşanmış olmasını anlamlandırmaya ve parasal politikaları gözden geçirmeye başlamışlardır. Çünkü Keynezyen İngiliz iktisatçı Edmund Philips’e göre işsizlik ve enflasyon arasında bir değiş-tokuş(trade-off) vardı. Bu yüzden de talep yönetimi (maliye politikaları-vergi oranları) ekonomi uygulamalarında öne çıkmakta ve para politikaları maliye politikalarının güdümünde kalmaktaydı. Bu ortamda merkez bankalarına düşen rol optimal işsizlik ve enflasyon oranlarını belirlemek, yani kayıp fonksiyonlarını minimum yapmaktı (Şekil 3.1). Bu görüşe göre işsizlikten fedakarlık etmek yüksek enflasyona evet demek anlamına gelmekteydi. Bu düşünceye göre enflasyon haddinin % 4’den % 3’e düşmesini isteyen merkez bankaları yada hükümetler işsizlik oranının % 0,5 artmasına rıza göstermek zorundadır. Şekil 3.1’den de görüldüğü gibi merkez bankası, enflasyon haddi artıkça daha yüksek değiş tokuş oranlarına razı olmaktadır. Şekilde A noktası, kısa dönem Philips Eğrisinin  $I_1$  farksızlık eğrisine teğet olduğu, dolayısıyla, merkez bankasının enflasyon-işsizlik ikileminden dolayı maruz kaldığı kayıp fonksiyonunun minimum



olduğu noktadır. A noktası,  $A(\pi^*, u^*)$  bileşimi, merkez bankası açısından optimal enflasyon –işsizlik noktasıdır.

**Şekil 3.1. Merkez Bankası Farksızlık Eğrileri ve Philips Eğrisi**



**Kaynak:** Erdal Ünsal, **Makro İktisat**, 8. Gözden Geçirilmiş Baskı, İmaj Yayınları, Ankara, 2009, s.550

Talep şoklarına açıklama getiren Keynezyen iktisatçıların boş bıraktığı arz şoklarını açıklamak Monetarist görüş ve Yeni Klasik iktisatçılar sayesinde mümkün olabilmektedir. Zira bir ekonomide sadece talep şokları yaşanmak zorunda değildir. Her ne kadar Keynes'e göre 1929 Dünya Buhranı talep eksikliğinden çıkmışsa da, arz şokları da pekâlâ durgunluğa yol açabilir ve maliyet enflasyonu olarak kendini gösterebilirdi.

Yeni Klasik İktisatçılar'dan Irving Fischer'in 20.yüzyılın başında ortaya attığı Miktar Teorisi kuramına göre para talebi  $PQ = M.V$  özdeşliğinden bulunmaktadır. Burada  $P$  fiyatlar genel seviyesini,  $Q$  reel geliri,  $M$  para arzını ve  $V$  de paranın dolanım hızını göstermektedir. Kısa dönem için  $Q$  ve  $V$  sabit kabul edilirse; enflasyon oranı  $(\frac{dP}{P})$ , tam olarak para arzı artış hızı  $(\frac{dM}{M})$ 'ye eşit olacaktır. Eğer  $V$  ve  $Q$  sabit değil de zamana göre değişkenlik arz ediyorsa o zaman enflasyon oranı aşağıdaki gibi yazılacaktır:

$$\frac{dP/P}{dt} = \frac{dM/M}{dt} + \frac{dV/V}{dt} - \frac{dQ/Q}{dt} \quad (3.1)$$

Bu ifadeye göre enflasyon oranı, para arzı artış hızı artı paranın dolanım hızının büyüme oranı eksi reel gelirin büyüme oranına eşittir. Buna göre eğer miktar teorisinin varsayımları geçerliyse, uzun dönemde para arzı merkez bankaları tarafından kontrol edilebilir, dolanım hızı piyasadaki ödeme mekanizmaları vasıtasıyla belirlenebilir-dolanım hızını azaltmaya dönük reformlar yapılabilir. Reel gelir büyüme oranı ise teknolojik ilerleme ve emek gücü artış hızlarının toplamından oluşmaktadır. O zaman uzun dönemde enflasyonun sadece para arzı artış hızına eşit olduğunu söylemek olası görünmemektedir. Bunun yerine, kısa vadede para arzının uyarlama hızı çok yüksek olduğundan, enflasyon oranı para arzı artış hızına eşittir diyebiliriz.<sup>577</sup> Zaten Keynes de bu ifadeye itiraz etmiş ve fiyatlar genel seviyesinin tam olarak para arzı tarafından belirlenmeyeceğini vurgulamıştır. Çünkü para arzındaki değişiklikler çıktı düzeyi gibi reel değişkenler üzerinde de etkili olabilir.<sup>578</sup> Bu yüzden de Keynes, maliye politikası güdünümde bir para politikası önermesinde bulunmuştur.

Ancak 1970’lerde monetarist akımı başlatan Milton Friedman miktar teorisini, “modern miktar teorisi” yaklaşımı çerçevesinde tekrar ele alıp para politikalarının maliye politikalarının önünde enflasyonun tek sebebi olduğu tezini savunması ile iktisat yazınında yeni bir döneme girilmiş oldu. Friedman iktisadi dalgalanmaların sorumlusu olarak para arzındaki değişimleri gösteriyordu.<sup>579</sup> Çünkü Friedman’a göre parasal değişmelerle iktisadi değişimler arasında yüksek bir nedensellik olgusu vardır.<sup>580</sup> Buradan hareket eden Friedman “Enflasyonun her zaman ve her yerde

<sup>577</sup> Wikipedia, (Çevrimiçi) [http://en.wikipedia.org/wiki/Quantity\\_theory\\_of\\_money](http://en.wikipedia.org/wiki/Quantity_theory_of_money), Erişim: 12.10.2011

<sup>578</sup> Hyman P Minsky, **John Maynard Keynes**, McGraw-Hill, 2008. p.2.

<sup>579</sup> Friedman’a göre uzun dönemde enflasyon ve işsizlik arasında bir değiş tokuş (trade-off) yoktur; bunun yerine reel etkilerin kısa dönemde etkili olmasından yola çıkarak adaptif beklentilerin güçlü olduğunu, uzun dönemde bunların kaybolabileceğini öne sürmektedir.

<sup>580</sup> Milton Friedman, **A Monetary History of the United States, 1867 – 1960**, Princeton University Press, 1963, s.676

parasal bir olgu-*always and everywhere a monetary phenomenon*-<sup>581</sup> olduğunu ispatlamaya çalışmıştır.<sup>582</sup>

Kısacası Friedman Keynes'in aksine para politikası güdümünde olan bir maliye politikası önermiştir. Friedman'a göre merkez bankası para arzını nominal GSYİH artışı kadar arttırarak enflasyonist ve dezenflasyonist süreçlerin önüne geçebilir. Friedman enflasyon hedeflemesindeki gibi her ay/yıl parasal büyümenin duyurularak beklentilerin bu doğrultuda yönetilmesini öngörmektedir.

Batı ülkeleri, bu sabit parasal büyüme kuralını 1990'lara kadar uygulamaya çalıştılar,<sup>583</sup> ancak para arzının sabit fakat para talebi fonksiyonunun değişken olması, fiyat istikrarı ile arasında tam bir ilişki olmamasına yol açıyordu. Bu da zamanla bu politikanın da terkedilmesine neden olmuştur.

Keynesgil politikaların yeni klasiklerce sorgulanması para politikalarında bir evrimin gerçekleşmesine yol açmıştır. Para politikasının nihai amacının fiyat istikrarı olması gerektiğini savunan bu yeni görüş, 1980'lerin ortasından itibaren giderek çok sayıda hükümet tarafından fiyat istikrarını yakalamak için benimsenmeye ve uygulanmaya başlanmıştır. Fiyat istikrarına ulaşmak için parasal hedefleme, döviz kuru hedeflemesi ve 1986 yılında ilk defa Yeni Zelanda'da uygulamaya konulan enflasyon hedeflemesi stratejileri, merkez bankalarının geçirdiği devinim sürecinin geldiği modern merkez bankacılık kodlarını özetlemektedir.

Friedman'ın para politikası güdümünde maliye politikası önerisi 1980'lerin başında akademik yazında eleştirilere maruz kalmıştır. Friedman'ın sıkı para politikasının enflasyona yol açmayacağı ve "her daim para politikası güdümlü bir maliye politikası" önerisi şeklindeki monetarist düşüncesi, 1981 yılında Sargent ve Wallace tarafından yayınlanan "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic" adlı ünlü çalışma ile yıkılmıştır. Çalışmada, bütçe açıkları veren, bunun finansmanı için piyasadan

---

<sup>581</sup> Narayana Kocherlakota," Central Bank Independence and Sovereign Default", Wharton Conference Philadelphia, Pennsylvania April 1, 2011,s.2

<sup>582</sup> Milton Friedman, **The Optimum Quantity of Money**, 4th Ed. Transaction Publishers, New Brunswick, New Jersey, 2009, s.277.

<sup>583</sup> Ünsal, **a.g.e.** s.555.

borçlanmak zorunda olan bir ekonomide para politikası değil, aksine maliye politikası öncelikli bir para politikası izlenmesi gerektiğine vurgu yapılmaktadır. Ayrıca, bu şartlar altında bugün uygulanan sıkı para politikası bugün enflasyonun düşmesine yardımcı olsa bile, yarın gevşek bir politikaya dönüşmek zorunda kalacağından bu sefer de sıkı para politikası kısa dönemde enflasyonda düşmeye neden olmuşken, uzun dönemde yüksek enflasyon olarak geri dönerek ekonomiye daha büyük bir fatura çıkarabilmektedir. Sargent ve Wallace, para politikası ve maliye politikası arasında bir oyun teorisi yaklaşımı çerçevesinde dönemlerarası analize dayandırdıkları çalışmalarında, önce para politikası ardından disipline edilmiş maliye politikasının gelmemesi halinde her dönem hep para politikasının güdümünde bir maliye politikası izlenmesinin uzun dönemde ancak yüksek enflasyona sebep olacağını teorik olarak ortaya koymuşlardır. Sargent ve Wallace'a göre para ve maliye politikası arasındaki oyunda ilk oyuna başlaması gereken taraf maliye kısmıdır ve para tarafı da bu politikayla uyumlu olarak belirlenmelidir.<sup>584</sup>

Son olarak, McCallum (1988 ve 2003) merkez bankalarının ne kadar para arz etmeleri gerektiğini ortaya koyan bir çalışma yayımlayarak, Taylor'un uygulanacak nominal faiz oranı önerisini farklı bir boyuta taşımıştır. Para arzı artış oranı ile nominal GSYİH artış oranını birlikte ele alan bir para politikası yaklaşımı olan ve "Mccallum politika kuralı" adı verilen teori aynen Friedman gibi para arzını kurala bağlamaktadır.<sup>585</sup>

$$\Delta m_t = \Delta x * -\Delta v_t + 0,5(\Delta x * -\Delta x_{t-1}) \quad (3.2)$$

(3.2) denkleminde  $\Delta m_t$  yıllık parasal artış oranı,  $\Delta x *$  yıllık hedeflenen nominal GSYİH artış oranı,  $\Delta x_{t-1}$  yıllık GSYİH artış oranı ve  $\Delta v_t$  de paranın son dört yıldaki dolanım hızını göstermektedir. Modele göre merkez bankalarının para arzı şöyle bulunur: Önceden hedeflenen bir GSYİH artışı,  $\Delta x *$ , ile bir dönem önce gerçekleşen GSYİH arasındaki fark sabit bir katsayı ile çarpılarak, paranın dolanım hızı ile

<sup>584</sup> Thomas Sargent and Neil Wallace, "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic." **Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review**, Fall, 3:3, 1981, s.1-17.

<sup>585</sup> Bennett T. McCallum, "Robustness Properties of a Rule for Monetary Policy", **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy** No.29, 1988, ss.173-203.

hedeflenen GSYİH arasındaki farka eklenir ve elde edilen büyüklük kadar para arzı artırılır.<sup>586</sup>

İlerleyen yıllarda farklı ülkeler üzerine yapılan farklı ekonometrik çalışmalar McCallum benzeri model önerileri ortaya çıkmasına yardımcı olmuşsa da modellerin deneysel doğrulukları hala tartışmaya açıktır.

Kısaca yukarıda anlatılan para politikası dönüşümlerinden Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) de nasıplenmiş ve kurala göre politika uygulama yöntem ve araçlarında zaman içinde değişikliğe gitmiştir. Her ne kadar TCMB kendi içinde 1986-1989 arasında parasal hedeflemeye dayalı bir para politikası izlediyse de, 1990 yılının başında kendisini kamuoyu nezdinde taahüt altına alacak ilk parasal programlamayı anons ederek kurala göre para politikası uygulamasına başlamıştır.

Bundan sonraki bölümde cumhuriyet döneminden başlanarak para politikalarının bir özeti sunulmaya çalışılacaktır. Türkiye'nin yakın tarihte yaşadığı ekonomik krizlerin bir analizi yapılarak fiyat istikrarının ne olduğu ve bu istikrarı devam ettirmek için merkez bankasının attığı adımlar irdelenecektir.

## **1.8. TÜRKİYE'DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI**

Faiz ve likiditeye yönelik politikalar para politikası olarak değerlendirilecek olursa, 1989 öncesinde Türkiye'de para politikalarının günü kurtarmak ve meydana gelen sorunları halletmek için devreye girdiğini, sorunları ve krizleri önceden önlemek için kurala bağlı bir para politikası izlendiğini idda etmek pek mümkün görünmemektedir. 1980 Türkiye'si para ticaretinin, her türlü para ve para benzeri eşyanın alım satımının yaygınlaştığı, ekonominin bu yönüyle parasallaştığı bir dönemdir. 1989 yılında 32 sayılı yasa ile yabancı sermayeye getirilen serbesti sayesinde yabancı para kullanımı giderek artmıştır. Bu yüzden de aslında Türkiye'de para politikalarının geçmişi incelenirken daha çok maliye politikalarının etkisinde para politikaları olarak incelendiğine dikkat çekmek gerekir.

---

<sup>586</sup>Tuuli Koivu, Aaron Mehrotra and Riikka Nuutilainen, "McCallum rule and Chinese monetary policy", **BOFIT Discussion Papers**, 2008, s.8

Türk para politikasında son 80 yılda meydana gelen politika değişimleri beş kategoride değerlendirilebilir: Bunlar, geleneksel politikalar, modernleşmeyi hedefleyen politikalar, 1994 krizine karşı yürütülen politikalar, finansal istikrar ve fiyat istikrarını amaçlayan politikalar ve 2008 küresel krizinden sonra ortaya çıkan makro finansal riskleri azaltıcı politikalar.

Birinci kategori olan geleneksel para politikaları, bankaların kredi limitlerini etkileyerek, kamu ve özel sektör harcamalarını kontrol eden uygulama şekliydi. Kamu sektörü açıkları genelde merkez bankası tarafından finanse edildiği için de para politikaları maliye politikalarının güdümünde hareket etmek zorunda kalmıştır. Bu yapı içinde özel sektörün kredi talepleri reeskont kredileri, kontrollü faizler ve öncelikli sektörlere kredi verilmesi gibi uygulamalarla sağlanmaya çalışılıyordu.<sup>587</sup> Doğal olarak bu geleneksel sistemde para arzı kredi talepleri tarafından belirlenmekteydi. Talebin arzı belirlediği bu yapı içinde konjonktürel talep dalgalanmaları meydana geldiğinde, para piyasalarında istikrarsızlık kaçınılmaz son olmaktadır.

Modernleşmeyi hedefleyen politikalar bağlamında yapılan çalışmalar arasında, dünya ile parasal entegrasyonun sağlanması, sermaye hareketlerine serbesti getirilmesi, merkez bankasının gelişen finansal piyasalara ayak uyduracak hale gelmesi ve TL'nin konvertibilitesinin sağlanması gelmektedir. Ayrıca merkez bankasının araç sayısının ve bağımsızlığının kanunla artırılması, hazineye verdiği avansların bu doğrultuda tedrici olarak azaltılması da yine bu bağlamda değerlendirilmelidir.

Zaten TCMB'nin modernleşme sürecine girmesi 1980'lere dayanmaktadır. Kurumsal düzenlemelerle TCMB klasik merkez bankacılığı düzlemine oturtulmuş ve bankacılık sisteminin toplam rezervlerini kontrol edebilir hale gelmiştir. Diğer bir deyişle; sistemin toplam rezervlerini kontrol ederek para arzını ayarlamaya çalışan klasik merkez bankası çizgisine 1980'lerde yapılan değişikliklerle kavuşmuştur. Bu

---

<sup>587</sup> Erçel, **Bulgaristan Merkez Bankası'nın 120. Kuruluş Yıldönümü Münasebetiyle Yapılan Konuşma**, 1999

sürecin ilk adımı 1980'lerin ortasında hazine bonolarının ihale edilmesi ile başlamıştır.

1994 krizine karşı yürütülen politikalar, finansal istikrar ve fiyat istikrarını amaçlayan politikalar ile 2008 küresel krizinden sonra ortaya çıkan makro finansal riskleri azaltıcı politikalar (macro-prudential) tezin ilerleyen bölümlerinde ele alınacağından burada değinilmeyecektir. Şimdi merkez bankası para politikalarını kendi içinde dönemlere ayırarak ayrıntılı şekilde analiz edelim.

### **3.2.1.Cumhuriyet Dönemi Para Politikaları**

1930 yılında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası kuruluncaya kadarki geçen sürede devletin merkez bankacılık görevini Osmanlı Bankası yürütmüştür. Osmanlı Bankasının bir emisyon bankası olarak yetkisi 1925 yılında sona erince henüz Türkiye'de de bir merkez bankası olmadığından dönemin hükümeti emisyon yaratarak kalkınmayı finanse etme olanağından yoksun kalmıştır. Geriye iki seçenek kalmıştı: Dış borçlanma ve gümrük vergisi. Ancak Lozan anlaşması gereği hükümetin 1929 yılına kadar gümrük vergisi alması yasaktı.<sup>588</sup> Bu yüzden de kısa vadeli dış borç artışına engel olunamıyordu.

1929 yılında New York Borsası'nın çökmesi ile merkez ülkelerde büyük bir iktisadi Buhran yaşanmaya başladı. Aynı yıl Türkiye'de iklim koşullarının yarattığı tarımsal üretim geriliği, Osmanlının ilk borç taksidinin ödenmesi gibi bir dizi olumsuzluk yanında, Lozan anlaşmasının getirdiği iktisadi kısıtların kalkmış olması Büyük Buhranın çok daha büyük boyutlara ulaşabilecek yıkım etkisini bir miktar nötralize edebilmiştir. Ancak gene de bu sıkıntılar bir kambiyo krizine yol açmış ve devlet moratoryum (iflas) ilan edip dış itibarının sarsılmasına neden olmuştur.

1930 yılında kurulan merkez bankası ile kendi parası üzerinde egemenlik hakkına kavuşan devlet, 1932 yılında Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanununu çıkarttı.

---

<sup>588</sup> Mustafa Özer, **Türkiye Ekonomisi**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Ekim 2004, s.8-9

Bu sayede devlet hem senyoraj hakkı elde etti hem de zamanla ülkede kurulacak diğer milli bankaların kurulmasına önayak olmuş oldu.<sup>589</sup>

Para piyasalarındaki bu kurumsallaşma çabalarına mukabil kamu maliyesi cephesinde devletin sıkı mali politikalarla denetim kurmaya çalıştığını görmekteyiz. Aşar vergisinin 1925 yılında kaldırılması, gümrüklerden Lozan Anlaşması gereği vergi alınamaması ve Büyük Buhranın yıkıcı etkisi düşünüldüğünde, hükümet için bütçeyi denkleştirmek gittikçe zorlu bir hale gelmiştir. Bunun için TBMM bünyesinde çözüm arayışlarına girilmiştir. Bu bağlamda 1931 yılında İktisadi Buhran Vergisi Kanununu TBMM’den geçiren hükümet<sup>590</sup> benzer bir uygulamaya ilerde bu sefer İkinci Dünya savaşının yıkıcı etkisini azaltmak için başvuracaktı. 1941 yılında çıkartılan Toprak Mahsulleri Vergisi ve 1942’deki Varlık Vergisi ile bütçeyi dengelemeye çalışan hükümetin bu vergi politikası yüzünden tarımsal üretimin GSMH içindeki payı ve yatırımlar giderek azalmıştır.<sup>591</sup> Bunun sonucu olarak da İkinci Dünya Savaşı döneminde (1940-1945) mili hasıla ortalama yıllık % 6 kadar gerilemiş ve yatırımlar % 8 oranında düşmüştür.<sup>592</sup>

**Tablo 3.1. Türkiye’nin 1889-1948 Dönemi Başlıca Kalkınma Göstergeleri**

| Dönem     | GSMH<br>artışı(%) | Kişi Başı<br>GSMH<br>artışı (%) | İhracat/İthalat<br>t(%) | TEFE<br>yıllık<br>ortalama<br>artış (%) <sup>a</sup> |
|-----------|-------------------|---------------------------------|-------------------------|------------------------------------------------------|
| 1889-1914 | 2,0               | 1,0                             | 55,0                    | -                                                    |
| 1923-1929 | 10,4              | 9,2                             | 62,0                    | 3,1                                                  |
| 1929-1935 | 3,2               | 0,7                             | 105,0                   | -12,0                                                |
| 1935-1939 | 11,6              | 8,8                             | 113,0                   | 5,1                                                  |
| 1939-1948 | 0,5               | -0,1                            | 137,2 <sup>b</sup>      | 19,0                                                 |

a. TEFE; toptan eşya fiyat endeksidir

b. Dış ticaret fazlası 1947 ve 1948 yıllarında yerini dış ticaret açıklarına bırakmıştır.

**Kaynak:** Eldem (1970), Bulutay (1975) ve DİE verilerinden aktaran Gülten Kazgan, **Tanzimat’tan 21.Yüzyıla Türkiye Ekonomisi**, Bilgi Üniversitesi Yayınları, 4. Baskı, İstanbul, 2009, s.75,

<sup>589</sup> Türkiye’de faaliyet gösteren yabancı banka sayısı, 1924 yılında 23, 1929 yılında 34, 1933 yılında 10 idi. 1923-1929 arasında 34 ve 1930-1935 arası dönemde de 10 adet milli banka kurulmuştur.

<sup>590</sup> Fahri Aral, Gülten Kazgan’a Armağan, İstanbul bilgi Üniversitesi yayınları, 2004, s.448.

<sup>591</sup> Kazgan, **a.g.e.**, s.65-67

<sup>592</sup> Özer, **a.g.e.**, s.9



Tablo 3.1’de 1889-1948 arası dönemde Türkiye’nin başlıca kalkınma göstergeleri yer almaktadır. 1889-1914 arası dönemde milli gelirin ve kişi başı gelirin düşük düzeylerde kaldığını <sup>593</sup> ancak dış ticaret verilerinin Cumhuriyetin kuruluş yıllarına göre daha iyi durumda olduğu görülmektedir. Aynı tablo, 1923-1929 döneminde iktisadi gelişmenin, yabancı sermayeyle gelişmenin kaydedildiği Osmanlı’nın son çeyreğinden (yılda ortalama yüzde 2) çok daha yüksek olduğunu ortaya koyuyor. <sup>594</sup> Bunun olası sebepleri arasında savaş nedeniyle işgücünden koparılan emeğin tekrar üretime koşulması gelmektedir. Her ne kadar 1929-1935 döneminde Büyük Buhran’ın aleyhe döndürdüğü dış ticaret hadleri ve bununla iç içe geçen yurtiçi olayların olumsuz etkileri sonucu tarımda ciddi bir gerileme olsa da (yılda ortalama yüzde -1.3) GSMH artışı yıllık ortalama yüzde 3.2 ile Osmanlı’nın son çeyreğinden daha yüksek çıkmıştır. 1929-1935 arası dönemde büyümenin hız kesmesinde büyük bunalımın yarattığı dış ticaret hadlerindeki bozulmanın yanı sıra iç tüketim talebinin azalması da büyük rol oynamıştır. Ancak 1929 fiziki sermayenin, emeğin ve finansal sermayenin henüz globalleşmemiş olmasından dolayı Büyük Buhran’ın Türkiye’ye etkisi geç bir tarihte, ancak 1932’de, yıkıcı bir şekilde ortaya çıkmış ve ekonomi yüzde -10.7 küçülmüştür.

Bu dönemde enflasyon göstergesi olarak kabul edebileceğimiz TEFE endeksi yüzde 3,1 oranında artış göstermiştir. Planlı dönemin eseri olan 1935-1939 arası döneme ait yüksek büyüme ve kişi başı gelir artış oranı yine tablodan görülmektedir. 1935-1939 arası yıllarda hem tarımda hem de sanayide gelişme olağanüstü boyutlara varmıştır (yılda ortalama yüzde 11.6). Ancak sanayi İkinci Dünya Savaşı ve onu izleyen yıllarda (1939-1948) tümüyle duraklarken diğer dönemlerde yine yüksek büyüme hızları göstermiştir. İkinci Dünya Savaşı’nın olumsuz izleri büyümede duraklamaya yol açmış ve enflasyonu da %19 luk rekor seviyelere çekmiştir.

---

<sup>593</sup>Edhem Eldem, Ayşe Berktaş, **Osmanlı Bankası Tarihi**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, 2000, s.143’deki verilerden de yararlanılarak yorumda bulunulmuştur.

<sup>594</sup>Kazgan, **a.g.e.**, s.74

Bu yıllarda ekonomi politikaları adına bir dizi kararlar uygulamaya geçirilmiş<sup>595</sup> olsa da arzu edilen düzeyde sanayileşme hedefi tutturulamamıştır.<sup>596</sup> Neden olarak altyapı yetersizliği, sermaye, girişimci ve teknik eleman yetersizliği ile Osmanlıdan kalan borçlar ve nüfus mübadelesinin sonucu ülkedeki burjuvaji kesiminin yok olması sayılabilir.

Kapitülasyonlar, vergi düzeni ve tarihi ve sosyolojik nedenlerle sermaye birikimini tamamlayamayan Osmanlı Devleti'nden Türkiye Cumhuriyeti borç devralmıştır. Üretimi arttırmak için karma ekonomik model seçilmiş, sanayinin ara girdilerini KİT'ler üretmiştir. 1950'den sonra büyüyen özel sektöre ucuz ara malı temin eden KİT'ler zamanla sadece istihdam kapısı olarak görülmüş, sendikalaşmanın buralarda başlaması ile istihdam maliyetleri giderek artmış ve KİT'ler zarar eden, bütçeye yük olan bir yapı haline gelmiştir.<sup>597</sup> 1959 yılında özel sektörün toplam yatırımlar içindeki payı on yıl gibi kısa bir sürede % 57'den % 38'lere gerilemiştir. Aynı dönemde KİT'lerin payı % 15'den % 20'ye çıkmıştır.<sup>598</sup>

Tablo 3.2'de Cumhuriyet döneminde reel büyüme kişi başı gelir ve milli gelirin 1923- 1938 yılları arasındaki değişimi yıllık olarak gösterilmektedir. Tablo'ya göre 1923 yılında milli gelir 570.4 milyon Dolar iken bu rakam 1938'de 1504 milyon Dolar olarak gerçekleşmektedir. 15 yılda milli gelir yaklaşık üç kat artmıştır. 1923 yılında kişi başı milli gelir 47,5 Dolar iken 1938 yılında 89 Dolara çıkarak, yaklaşık iki kat artmıştır. Üç yıl hariç (1927, 1932 ve 1935 yılları) reel büyüme hep artmıştır. Özellikle 1935-1939 büyüme rakamları Cumhuriyet tarihinin rekor büyümeleri sayılmaktadır (özellikle 1929, 1933 ve 1936 yıllarında çift haneli büyüme oranlarına ulaşılmıştır).<sup>599</sup> Bu dönemde kişi başı gelirin milli gelir oranında artmamasının en

---

<sup>595</sup>Yapılan düzenlemelerin içerisinde Aşar Vergisi'nin kaldırılması, İş Bankası ve Sanayi ve Maden Bankası'nın kurulması, 1913 tarihli Teşvik-i Sanayi Kanunu'nun yeniden düzenlenip yürürlüğe konması sayılabilir.

<sup>596</sup> Nadir Eroğlu, "Atatürk Dönemi İktisat Politikaları (1923-1938)", **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt XXIII, Sayı.2, 2007, ss.63-72, s.66

<sup>597</sup> Kumcu, **Krizler Para ve İktisatçılar**, s.203-205

<sup>598</sup> Kazgan, **a.g.e.**, s.87.

<sup>599</sup> Bahar, **a.g.e.**, s.10.

temel nedeni nüfusta görülen yüksek artış hızıdır. Zira aynı dönemde nüfus 13,6 milyon kişiden 17,4 milyon kişiye çıkmıştır.<sup>600</sup>

**Tablo 3.2. Cumhuriyet Döneminde Milli Gelir, Reel Büyüme ve Kişi Başı GSMH**

| Yıllar | Milli Gelir (Milyon) | Reel Büyüme (%) | KBGSMH (\$) |
|--------|----------------------|-----------------|-------------|
| 1923   | 570.4                | 0.0             | 47.5        |
| 1924   | 623.7                | 14.9            | 50.3        |
| 1925   | 815.8                | 12.8            | 63.2        |
| 1926   | 855.2                | 18.2            | 64.3        |
| 1927   | 750.6                | -12.8           | 55.2        |
| 1928   | 828.7                | 11.0            | 59.6        |
| 1929   | 1.001.5              | 21.6            | 70.5        |
| 1930   | 745.5                | 2.2             | 51.4        |
| 1931   | 659.5                | 8.7             | 44.6        |
| 1932   | 555.1                | -10.7           | 36.8        |
| 1933   | 687.6                | 15.8            | 44.6        |
| 1934   | 965.2                | 6.0             | 61.5        |
| 1935   | 1.039.7              | -3.0            | 65.0        |
| 1936   | 1.345.2              | 23.2            | 82.0        |
| 1937   | 1.433.7              | 1.5             | 86.4        |
| 1938   | 1.504.5              | 9.5             | 89.0        |

**Kaynak:** Mahfi Eğilmez, Ercan Kumcu, **Ekonomi Politikası**, Om Yayınevi İstanbul, 2000, ss.102-107. ‘den Aktaran Ozan Bahar, “Türkiye’ de Atatürk Döneminde (1923-1938) Uygulanan Para Politikaları”, **Yönetim ve Ekonomi**, Cilt 11, Sayı 1, 2004, s.10.

Atatürk kendi yaşadığı dönemde para arz ile para talebi arasında denge kurulması taraftarı olmuştur. Emisyonu arttırmaktan kaçınmış,<sup>601</sup> enflasyonsuz bir şekilde Türkiye’nin kalkınmasının önemine vurgu yapmıştır. Tablo 3.3.’ten görüldüğü üzere 1924-1938 arasındaki dönemde dolaşımdaki para miktarı iki kat artmamıştır: 156 milyon TL’den 256 Milyon TL’ye çıkmıştır. Yine aynı dönemde para arzı sadece iki kat artmıştır: 232 Milyon TL’den 516 Milyon TL. 1924-1931 arasında enflasyonun çok az arttığını 1930’dan sonra ise deflasyonist yılların yaşandığı tablodan

<sup>600</sup> Kepenek ve Yentürk, **Türkiye Ekonomisi**, s.475

<sup>601</sup> Ozan Bahar, “Türkiye’de Atatürk Dönemi’nde (1923-1938) Uygulanan Para Politikaları”, **Yönetim ve Ekonomi**, Cilt 11, Sayı 1, 2004, s.11.

görülmektedir (yıllık ortalama yüzde -12.0). Bunun en büyük sebebi Büyük Buhran ile birlikte düşen para ve mal talebidir.

**Tablo 3.3. 1923-1939 Dönemi Parasal Göstergeler (Milyon TL)**

| Yıllar | Dolaşımdaki<br>Kâğıt ve<br>Madeni Para<br>(Milyon TL) | Banka<br>Mevduatı<br>(vadeli ve<br>vadesiz)<br>(Milyon<br>TL) | Para<br>Arzı<br>(Milyon<br>TL) | Toplam<br>Mevduatların<br>Para Arzı<br>İçindeki Payı<br>(%) | Banka<br>Kredileri<br>(Milyon<br>TL) | TEFE<br>(1914=100)<br>endeksi |
|--------|-------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|--------------------------------|-------------------------------------------------------------|--------------------------------------|-------------------------------|
| 1924   | 156                                                   | 76                                                            | 232                            | 33                                                          | 123                                  | 1278                          |
| 1925   | 159                                                   | 89                                                            | 248                            | 36                                                          | 134                                  | 1343                          |
| 1926   | 159                                                   | 117                                                           | 276                            | 42                                                          | 145                                  | 1413                          |
| 1927   | 159                                                   | 129                                                           | 288                            | 45                                                          | 149                                  | 1465                          |
| 1928   | 165                                                   | 171                                                           | 336                            | 51                                                          | 191                                  | 1452                          |
| 1929   | 168                                                   | 211                                                           | 379                            | 56                                                          | 204                                  | 1491                          |
| 1930   | 169                                                   | 207                                                           | 376                            | 55                                                          | 214                                  | 1513                          |
| 1931   | 170                                                   | 212                                                           | 382                            | 55                                                          | 201                                  | 1152                          |
| 1932   | 167                                                   | 184                                                           | 351                            | 52                                                          | 175                                  | 987                           |
| 1933   | 153                                                   | 190                                                           | 343                            | 55                                                          | 181                                  | 848                           |
| 1934   | 155                                                   | 185                                                           | 340                            | 54                                                          | 191                                  |                               |
| 1935   | 163                                                   | 195                                                           | 358                            | 54                                                          | 200                                  |                               |
| 1936   | 175                                                   | 244                                                           | 419                            | 58                                                          | 220                                  |                               |
| 1937   | 188                                                   | 272                                                           | 460                            | 59                                                          | 280                                  |                               |
| 1938   | 181                                                   | 294                                                           | 475                            | 62                                                          | 287                                  |                               |
| 1939   | 256                                                   | 260                                                           | 516                            | 50                                                          | 275                                  |                               |

**Kaynaklar:** 1. Yahya Tezel, Cumhuriyet Döneminin İktisat Tarihi (1923-1950), Yurt Yayınları, Ankara 1986, S.111'den Aktaran Nadir Eroğlu, Atatürk Dönemi Para Politikaları (1923-1938), s.22 Tablo s.14, 2. Yakup Kepenek ve Nurhan Yentürk, **Türkiye Ekonomisi**, 22. Basım, Remzi Kitabevi, İstanbul, Eylül 2009, s.40.

Kısaca dönem içindeki enflasyon değişimlerine bakıldığında şunlar görülmektedir: Toptan Eşya Fiyat Endeksi'ne (TEFE) göre hesaplanan enflasyon 1925-1929 arasındaki dönemde ortalama yıllık sadece % 2,5 kadardır. Büyük Buhran deflasyonist süreci başlatmış olup 1930-1932 arası dönemde enflasyon oranı ortalama yıllık -% 8,6 olarak gerçekleşmiştir. 1933-1938 arası (Bunran sonrası) dönemde enflasyon oranı yıllık ortalama % 6'lar düzeyindedir. 1938 yılında enflasyon oranı % 5 iken, 1933-1940 döneminde ortalama olarak yıllık enflasyon oranı % 6,12 olarak gerçekleşmiş, 1941-1945 döneminde ortalama enflasyon oranı

II.Dünya Savaşının da etkisi ile yıllık % 30.5’ler düzeyine yükselmiştir. Bu yüzden de 1933-1945 döneminde ortalama enflasyon % 15.3 gibi yüksek bir oranda kalmıştır.<sup>602</sup>

### 3.2.2. 1946-1980 Dönemi Para Politikaları

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının (TCMB) hükümetten bağımsız bir politikasının olmadığı bu dönemin 1946-1953 arası kısmı liberal politikalara eklemlenme ve dünyaya açılma yılları olarak değerlendirilmektedir.<sup>603</sup> Önce 1946 yılında devalüasyonla Dolar’ın kuru 1.28’den 2.80 Liraya çıkarıldı daha sonra gümrük vergisi dışında ithalat kısıtlamaları ortadan kaldırılarak<sup>604</sup> yabancı sermaye yatırımlarına elverişli bir ortamla birlikte liberal dış ticaret politikasına geçilmiş oldu.

1950-1955 arası dönemdeki hükümet harcamalarının ortaya çıkardığı enflasyon ithalatı artmış, Bretton Woods sisteminden dolayı devalüasyonlar da yapılamadığından, 1956 yılına kadar dış ticaret açığı sürekli büyümüştür. Ayrıca gelen Marshall Yardımları ile kredili bir şekilde ülkenin ithalat yapması teşvik edilmiş ve bir bakıma Türkiye dışa açılmaya zorlanmıştır. Hatta TCMB bünyesinde “karşılıklı paralar fonu” kurularak gelen yardımların kullanımı ABD iznine tabi tutulmuştur.<sup>605</sup>

1946 yılında Bretton Woods anlaşması ile döviz kurlarının risk teşkil etme özelliği ortadan kaldırılınca ülkelerin ticari rekabette “maliyet ve kalite” unsurunu ön plana çıkardıkları görülmektedir. 1946’da başlayıp 1973’de sona eren bu sistemli dönem merkez bankaları için nispeten kolay bir zaman dilimi olarak kayda geçilmektedir. 1946-1980 arası dönemde iktisat politikası bağlamında gerçekleşen diğer gelişmeler şunlardır:

Türkiye 1950’li yıllara olumlu etkenlerle birlikte girdi. 1950-1953 döneminde büyüme yıllık ortalama yüzde 11.30 olarak gerçekleşti. Bu dönemde enflasyon yok

<sup>602</sup> Kepenek ve Yentürk, **a.g.e.**, s.74 verilerinden derlenerek tarafımdan hesaplanmıştır.

<sup>603</sup> Özer, **a.g.e.**, s.10.

<sup>604</sup> Mustafa Özer, **Türkiye Ekonomisi**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Ekim 2004, s.10.

<sup>605</sup> Kazgan, **A.g.e.**, s.88

denecek kadar azdı: Yüzde 4. Dış borç servisi ihracatın ancak yüzde 10'u kadardı. Dış dünya ile bütünleşme ve kısa vadeli dış borçlara dayalı tüketim bu göstergeleri tersyüz etmiştir. 1954-1958 döneminde büyüme ve enflasyon önceki döneme göre oldukça olumsuz bir seviyeye gelmiş ve sırasıyla yüzde 4 ve yüzde 13 olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde nüfus yüzde 2.85 artarken kişi başı gelir artışı yüzde 1.25'de kalmıştır. Hızla artan nüfus, balkanlardan gelen dış göç ve tarımda makinalaşmaya birlikte işgücünün makinayla ikame edilmeye başlaması sonucu kırsaldan kente göçler artmış ve kent nüfusu şişmeye başlamıştır. Tarihsel bir demografik dönüşüm yaşanmış ve artan kent nüfusu varoşlarda gecekondulaşma denen hadisenin ortaya çıkmasına neden olmuştur.

1959-1961 arası dönem göstergelerin iyice kötüye gittiği bir dönemdir. İthalat kısıtlamalarına bağlı mal darlıklarına dönem ortasındaki askeri müdahale eşlik etmiştir.<sup>606</sup>

Türkiye 1960'lı yıllarda dünya sistemine eklemlenme çabası ile dünyadaki planlı büyüme çalışmalarını yakın izlemeye almış ve kendine özgü bir büyüme modeli oluşturmaya karar vermiştir: İthal ikameci büyüme. Bu bağlamda 1963 yılında birinci beş yıllık kalkınma planı ile başlayan dönem, sıkça politik müdahalelere ve uluslararası kuruluşların etkisine maruz kalmıştır.<sup>607</sup> Tarım, sanayi ve hizmetler sektörlerinde önemli gelişmeler kaydedilmiş olmasına rağmen bunların büyük bölümü dış borçla finanse edildiği için ülkenin döviz rezervleri tükenme noktasına gelmiş ve dış borç sürdürülemez bir hal almıştır. Kendi tasarruflarını kullanmadan yapılan tüketimin ve üretimin bedelini Türkiye daha sonra meydana gelen döviz darboğazları ile ödemiştir. 1970 yılında muhtemel darboğazların önüne geçebilmek için "finansman kanunu" çerçevesinde Türk Lirası % 66 oranında devalüe edilmiştir.<sup>608</sup>

---

<sup>606</sup> Kazgan, a.g.e., s.91-92

<sup>607</sup> Funda Barbaros ve İsmail Doğa Karatepe, "60'lı Yıllarda Türkiye'ye 'Planlamadan' Bakış", **Ege Akademik Bakış / Ege Academic Review**, No.9 (1) 2009, pp. 261-289, s.1

<sup>608</sup> Nadir Eroğlu, "Türkiye'de İktisat Politikalarının Gelişimi (1923-2003)", **80. Yılında Türkiye Cumhuriyeti Sempozyumu**, 29-31 Ekim 2003, İstanbul, s.7.

**Tablo 3.4. Türkiye'nin Başlıca Kalkınma Göstergeleri (1950-1976)**

| Dönem     | Nüfus | Yıllık Ortalama Artış Hızı(%) |                       | GSMH'inde Pay(%) |             |                             | (%)             |                        |
|-----------|-------|-------------------------------|-----------------------|------------------|-------------|-----------------------------|-----------------|------------------------|
|           |       | GSMH                          | Genel Fiyatlar Düzeyi | Yatırım          | İç Tasarruf | Kaynak Dengesi <sup>a</sup> | İhracat/İthalat | Dış Borç Servisi/ihra. |
| 1950-1953 | 2,78  | 11,30                         | 4,00                  | 11,30            | 8,80        | -2,50                       | 61,90           | 9,60                   |
| 1954-1958 | 2,85  | 4,10                          | 13,30                 | 13,90            | 12,20       | -1,70                       | 86,80           | 31,00                  |
| 1959-1961 | -     | 3,10                          | 8,60                  | 15,40            | 12,40       | -3,00                       | 70,50           | 28,50                  |
| 1963-1967 | 2,46  | 6,70                          | 5,20                  | 16,20            | 16,30       | 0,10                        | 68,10           | 37,90                  |
| 1968-1972 | 2,52  | 6,60                          | 10,60                 | 19,30            | 18,20       | -1,10                       | 62,20           | 27,70                  |
| 1973-1976 | 2,50  | 7,00                          | 9,90                  | 21,50            | 17,00       | -4,50                       | 37,00           | 23,60                  |

(a) Kaynak dengesi, Yatırım/GSMH ile iç tasarruf/GSMH arasındaki farktır.

**Kaynak:** Gülten Kazgan, **Tanzimat'tan 21.Yüzyıla Türkiye Ekonomisi**, Bilgi Üniversitesi Yayınları, 4. Baskı, İstanbul, 2009, s.93.

Enflasyonun dönem boyunca hareketine baktığımızda; 1944 yılından sonra yatay bir seyir izleyen enflasyonun (1944'te enflasyon % 25'tir) 1950'lerin ilk yarısına kadar fazla değişmediğini görürüz. 1954-1959 arası dönemde yıllık yüzde 13,8'e yükselen enflasyon 1960 yılında %7,4 olarak gerçekleşmiştir.<sup>609</sup>

1957-58 döneminde enflasyon oranı yıllık % 25 dolayında kalmıştır. Buna rağmen o yıllar için oldukça yüksek sayılan bu oran büyük bunalımlara yol açmıştır. Ancak asıl enflasyon olgusunu Türkiye, dünya ile beraber 1970'lerde hisetmeye başlamıştır.

1963'ten 1970'e kadar enflasyon oranı ortalama yıllık % 5,25 olmuştur (en düşük enflasyon 1964'te %1,2, en yüksek enflasyon yüzde %7,6 ile 1967 yılında gerçekleşmiştir). Yüksek enflasyonlu yılların ilk örnekleri 1970'lerin ilk yarısında yaşanmaya başlanmıştır.

Türkiye 1970'lerin özellikle de ikinci yarısından itibaren uzun sürecek ve ilerde kronik hale dönüşecek bir enflasyon sorunuyla karşı karşıya gelmiştir. Dünyada artan enerji ve petrol fiyatlarının yol açtığı arz şokları (birinci petrol şokunda petrol fiyatları dört kat artmıştır) ve giderek artan kent nüfusu yanında 1973 yılında çöken

<sup>609</sup> Haydar Akyazı, **Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Deneyimleri ve Türkiye'de Uygulanabilirliği**, Birinci Baskı, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2004, s.179.

Bretton Woods Sistemi (sabit kur rejimi) kronik yüksek enflasyonun ortaya çıkmasını etkileyen temel nedenler olmuştur.<sup>610</sup> Bu yüzden de 1970’li yıllar Türkiye ve dünya için dış borç, ödemeler dengesi ve enflasyonla mücadele ederek geçilmiştir.<sup>611</sup> Bu yüzden de 1980’lere Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler bu sürdürülemez sorunları bünyelerinde taşıyarak gelmişlerdir.

1980 yılı Türkiye için enflasyonda üç haneli rakamlarla tanışma yılıdır. 1980 yılında enflasyon oranı rekor kırarak % 107,6 olmuştur.<sup>612</sup> Bu durum en fazla sabit gelirli kesimi etkilemiş ve gelir dağılımı adaletsizliği bir daha düzelmeyecek şekilde giderek açılmaya başlamıştır. .

1946-1980 arası dönemde bankacılık sektörü herhangi bir fiyatlama davranışında bulunmaktan uzaktır. Bundan dolayıda bir risk değerlendirmesi yapmak imkânsızdır. Bu dönemde kredi faizleri mevduat faizlerinin altında tutularak (Grafik 3.1) reel sektörün sermaye birikimi yapmasına fırsat verilmiştir. Aradaki farkı devlet sübvansetme yoluna gitmiştir. Ancak verilen krediler istenilen yatırım alanlarında değerlendirilmeyince talep artışları meydana gelmiş ve bu talebi karşılayacak kaynak olmadığı içinde de enflasyonlar, darboğazlar ve gıda kuyrukları kaçınılmaz olmuştur.<sup>613</sup>

Toparlayacak olursak; Türkiye’nin 1963-1980 döneminde ithal ikamesine dayalı planlı bir büyüme stratejisi tercih ettiğini görmekteyiz. Bu dönemde ekonomide devlet tekeli hakim olduğundan, maliye politikalarının daha etkin olduğunu buna mukail para politikasının yardımcı araç olarak devreye girdiğini görmekteyiz. Kamu açıkları genelde para basılarak karşılanırken merkez bankasının bağımsız para politikası uygulamalarını görmek mümkün değildir. Sabit kur rejiminin uygulandığı

---

<sup>610</sup> İlker Parasız, Türkiye **Ekonomisi-1923’den Günümüze İktisat ve İstikrar Politikaları**, Bursa: Ezgi Kitabevi, 2003,s. 154.

<sup>611</sup> Sudi Apak, **Türkiye ve Gelişmekte olan Ülkelerde Ekonomik İstikrar Uygulamaları**, Anahtar Kitaplar Yayınevi, İstanbul, 1993, s.7

<sup>612</sup> DİE, İstatistik Göstergeler 1923-1990’dan aktaran Kepenek ve Yentürk, s.574.

<sup>613</sup> Kumcu, **Krizler Para ve İktisatçılar**, s.204-205

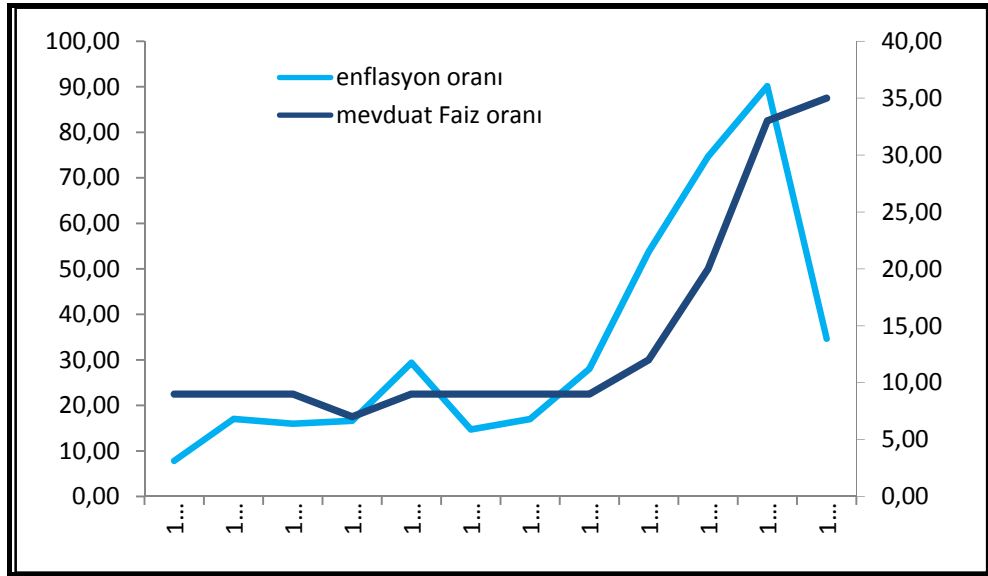


bu dönemde bir döviz piyasası oluşmadığından ülke sıklıkla borç krizlerine girmiştir.<sup>614</sup>

### 3.2.3. 1980-1989 Dönemi Merkez Bankası Politikaları

1980 öncesinde sabit döviz kuru sisteminde katı bir kambiyo denetimi mevcuttu. Bu dönemde enflasyon oranları nominal faizlerden yüksek olduğu için de reel faizler negatif seyretmekteydi. Grafik 3.1’de görüldüğü gibi mevduat faiz oranları enflasyon oranlarının altında kalarak, reel faizlerin ( $r = i - \pi$ ) 1970-1980 dönemi boyunca negatif olmasına yol açmıştır.

**Grafik 3.1. 1970-1980 Dönemi Mevduat Faiz ve Enflasyon Oranları**



**Kaynak:** TCMB, DPT Temel Ekonomik Göstergeler (1950-2010)

1970’lerin sonunda dış borç bulmada karşılaşılan sorunlar ve artan petrol fiyatları sonucunda ülkede temel malların üretiminde kullanılan ara mallarının ithalatı gerçekleştirilememiş ve bunun sonucunda da kıtlık, karaborsa ve kuyruklar oluşmuştur. Dış kaynakların bulunması Dünya Bankası ve IMF gibi kuruluşlarca şarta bağlandığı için Türkiye ekonomide bir dizi yapısal reforma gitmek zorunda kalmıştır.

<sup>614</sup> A.e., s.203-208

Bu şartlı kredi desteği bağlamında ekonomide üç alanda liberalleşmeye gidildi: İç mali, dış mali ve yapısal reformlar. “24 Ocak Kararları” olarak adlandırılan bu yapısal düzenlemelerle birlikte Türkiye büyüme stratejisini de değiştirerek ithal ikameci kalkınma modelinden “ihracata dayalı kalkınma” modeline geçmiştir.<sup>615</sup> Ancak altyapı daha hazır olmadan 24 Ocak liberalleşme kararları ile dünyaya açılmak yüksek büyüme oranlarının yanı sıra Türkiye ekonomisinde yüksek enflasyonun, artan dış borcun ve başarısız istikrar politikalarının birbirini izlediği on yıla malolmuştur. Bu dönem Şili, Brezilya, Arjantin ve Meksika’nın hızlı büyüme adına yabancı sermayeyi ülkeye çekmek için başlattıkları ancak her seferinde yapısal nedenlerden dolayı krizle sonuçlanan Tablita programlarını hatırlatmaktadır.

Bu dönemde meydana gelen politika değişimleri kendi içinde iki kısımda incelenmektedir: 1980-1984 ve 1985-1989. Bu dönemin birinci yarısını iç mali liberalleşme reformları ikinci yarısını ise dış mali liberalleşme reformları oluşturmaktadır.

### **3.2.3.1. 1980-1984 Dönemi Para Politikaları**

Türkiye’de finansal sektörü ilgilendiren düzenlemeler, liberalleşme çabaları çerçevesinde 24 Ocak 1980’de açıklanan yapısal uyum programı kapsamında, Temmuz 1980’de başlamıştır.<sup>616</sup> Bu çerçevede bir dizi finansal uygulamaya ve düzenlemeye gidilmiştir: Döviz kurunun merkez bankası tarafından belirlenmesi, faiz oranlarının serbest piyasa koşullarında belirlenmesi, kambiyo yasaklarının kaldırılması, bankalararası para piyasasının kurulması, İMKB’nin açılması, para politikası uygulamalarında dolaylı para politikası araçlarının kullanıma sokulması ve 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi yapılan uygulama, düzenleme ve kurumsallaşmalara örnek verilebilir.

1980’de mevduat ve kredi faizlerinin serbest bırakılmasından sonra 1981 yılında yurtiçi tasarrufları arttırmak için mevduatlara reel faiz verilmesi uygulamasına gidilmiştir. Daha önceki dönemde reel faizler negatifti. Amaç mevduat toplamak ve

---

<sup>615</sup> Bahçeci, a.g.e., s.21.

<sup>616</sup> Eroğlu, Türkiye’de Parasal Kesim ve Merkez Bankası İşlemlerinin Analizi, s.64-65

yatırımlar için gerekli krediyi finanse etmektir. 1982 yılında yaşanan mali krizin ardından, mevduatlara sınırlı şekilde sigorta verilmesi sistemine geçilmiştir. Bu sürecin devamı niteliğinde bir karar da 1985 yılında bankaların verdikleri kredilerin belirli bir oranını rezerv olarak tutmalarını isteyen ve 1983 yılındaki “bankalar yasasına” dayandırılan kararnamedir. Ayrıca 1983 yılında sermaye piyasası kanunu çıkartılmış ve ilerleyen 3 yıl içinde faaliyete geçirilmiştir. Bir diğer politika değişikliği de hazine ve merkez bankası arasında yaşanmıştır. Buna göre 1985 yılında gerçekleştirilen iç mali liberalleşme gereği hazineye verilen avanslar yüzde 15 düzeyine indirilmiştir.

#### **3.2.3.2. 1985-1989 Dönemi Para Politikaları**

1985-89 dönemi para politikalarında ayrı bir yere sahiptir. Bu dönemi kısaca mali yenilik ve yeniden yapılanma, serbestleşme ve dışa açılma dönemi olarak adlandırabiliriz.

Para politikalarının tarihsel sürecine bakıldığında, 1985 ve 1986 yıllarının önemli bir dönemeç olduğunu görmekteyiz. Mali sistemde çeşitli reformların hayata geçirildiği bu dönemin en önemli maliye ve para politikası reformu hazinenin ihale yoluyla piyasadan borçlanmaya gitmesidir. Bu kapsamda merkez bankası Mayıs 1985 tarihinde hazine bono ve devlet tahvil satışı uygulamasına başlamıştır. Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS)’nin ihale ile piyasaya arz edilir hale gelmesinden sonra kamu finansmanında merkez bankasına olan bağılılık oranı azalmıştır.

Bu reform yapılmadan önce kamu finansman ihtiyacı merkez bankasından doğrudan karşılanıyordu. Merkez bankası para arzı mekanizmasını kamu harcamalarını, özel kesim harcamalarını ve portföy yatırımlarını doğrudan etkilemeye yönelik kullanmaktaydı. Özel kesim kredi talebi ise ticari banka ve merkez bankası reeskont sistemi ile karşılanmaktaydı. uzun yıllar merkez bankası kamu sektörüne kredi verebilmek için bankacılık sektörünü ihmal etmiştir.<sup>617</sup> 1986 yılında yapılan düzenlemelerle merkez bankası rezervlerinin kontrolüne dayanan bir parasal

---

<sup>617</sup> Erçel, **Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri**, 1996.

hedefleme politikası izlenmeye başlanmış ve bu sayede toplam para ve kredi arzı kontrol altında tutulmaya çalışılmıştır.

Ağustos 1989 yılında Türk Parası Kıymetini Koruma Kanunu, 32 Sayılı Karar, çıkartılarak kambiyo rejiminde liberalleşmeye gidilmesi kolaylaştırılmıştır. Bu kararlar kambiyo kısıtlamaları ortadan kaldırılmıştır. 32 sayılı karar Türkiye'yi dünyadaki az sayıda sermaye hareketleri açısından serbest ülke haline getirmiştir.

1989 yılında çıkarılan 32 sayılı yasa ile sermaye hareketlerine serbestlik getirilerek özel sektörün dış borçlanma yolu açılmış oldu. Bu yasayı 1989 yılında merkez bankası ve hazinenin aralarında anlaşmaya vararak hazineye verilen avansların % 15 sınırına çekilmesi takip etti. Böylece merkez bankasının emisyon yaratması kısıtlanmış oldu. Artık merkez bankasının para yaratması için geriye kalan tek seçenek dış varlık edinilmesiydi. Bu uygulama sonucunda merkez bankasının yerleşiklere olan döviz borçlarında artış meydana gelmiştir. Daha sonra 1990'lı yıllarda uygulanan para politikalarının temelinde bu artan döviz borçlarını azaltma girişimi görülmektedir.<sup>618</sup>

Ayrıca Türkiye 1980 yılında TL'nin konvertibl olduğunu açıklamasına rağmen işsizlik, dış borç ve bütçe açığı gibi makro göstergelerde belli bir iyileşme katettikten sonra ancak 1991 yılında TL'nin tamamen konvertibl para olması kabul edilmiştir.<sup>619</sup>

Ekim 1988 tarihinde mevduatlara uygulanacak faiz oranlarının bankalar tarafından serbest şekilde belirlenebileceği hükme ile mevduat faiz oranları serbest bırakılmıştır. Bu düzenlemelere bağlı olarak Ağustos 1988 tarihinde Döviz-Efektif Piyasası ve 1989 yılında da altın piyasası kurulmuştur.

Bu dönem içinde 1986 yılında merkez bankası ilk parasal programlama deneyimlerini başlatmış, ancak şartların tam oluşmamış olması nedeniyle bu karar

---

<sup>618</sup> Kepenek ve Yentürk, **a.g.e.**, s.232-233

<sup>619</sup> Konvertibl, ulusal paraların birbirine kolayca dönüşebilmesi anlamına gelir. İstikrarlı ekonomik yapıya kavuşan ülkelerin paralarına konvertil olabilmektedir.

kamuoyu ile paylaşılmamıştır.<sup>620</sup> Fakat daha sonra 1990 yılında ikinci kez merkez bankası parasal programlamaya başlayacak ve bunu kamuoyuna duyuracaktır.

Bu dönem içinde yapılan diğer kurumsal ve teknik düzenlemeler ile para politikası gelişmeleri kısaca şunlardır:<sup>621</sup>

Nisan 1986 tarihinde merkez bankası bünyesinde bankalararası para piyasası (İnterbank) kurulmuştur. Buna göre borç verilebilir fonların arz ve talebi bu piyasa aracılığıyla bankalar tarafından karşılanabilecektir. Bu sayede merkez bankası da Böylece merkez bankası parasal gelişmeleri daha yakından takip etme olanağına kavuşmuştur.

1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) açılmıştır. Bu sayede ikincil piyasalar da genişlemiş oldu.

1987 yılında Merkez bankası açık piyasa işlemlerini yapmaya başlamıştır.

Ticari bankaların munzam karşılık ve disponsibilite yükümlülüklerine dair yapılan düzenlemeler gereği 1 Ocak 1986 tarihi itibari ile mevduat bankalarının merkez bankası nezdinde bulundurdıkları munzamlara faiz verilmesi uygulamasına son verilmiştir. Munzam karşılık oranları da yüzde 15 düzeyine çekilmiştir.

Döviz tevdiat hesaplarının (DTH) serbestleşmesi ile yaşanan döviz artışını kontrol etmek amaçlı ve DTH'ı içeren M2Y parasal büyüklüğünü kontrol etmek için DTH'lara da aynen yerli mevduat gibi munzaman karşılık uygulaması getirilmiştir.

1989 yılına kadar merkez bankasınca reeskont kredileri adı altında orta vadeli olarak kullandırılan destekleme kredilerinin bilanço içindeki payı yüzde 15 civarında seyretmekteydi. 1989 yılında bu uygulamaya son verilip, bu kredilerin kısa vadeli

---

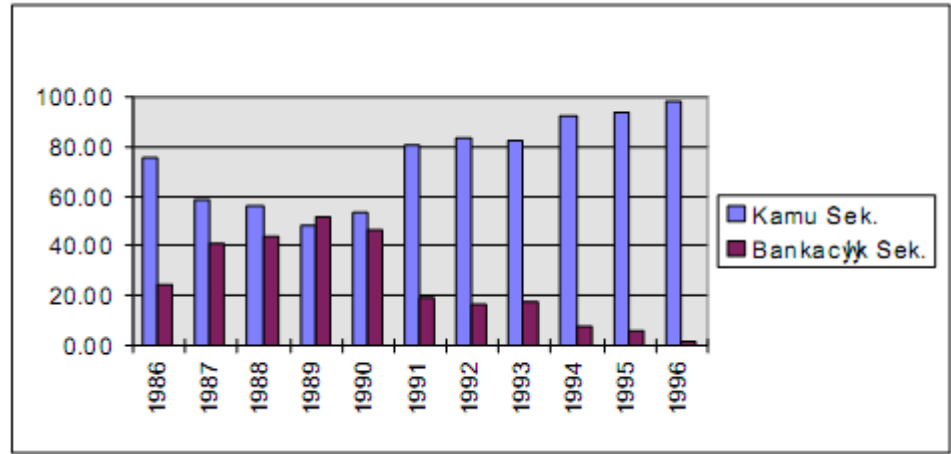
<sup>620</sup> Erçel, *Türkiye'de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri*, 1996.

<sup>621</sup> Kepenek ve Yentürk, *a.g.e.*, s.232-233

krediler olarak bankaların likidite ihtiyacını karşılayacak şekilde verilmesi kararlaştırılmıştır.<sup>622</sup>

Çünkü reeskont kredileri bir kredi politikası olmaktan çıkarılıp bir para politikası kontrol aracı haline gelmiştir (Grafik 3.2).<sup>623</sup> Aynı grafiğe göre bu tarihten sonra bankalara açılan toplam kısa vadeli krediler giderek azalmaya başlamış ve 1996 yılında dip noktaya ulaşmıştır.

**Grafik 3.2. Merkez Bankasının Kamuya ve Bankacılık Sektörüne Açtığı Krediler**



**Kaynak:** Mehtap Kesriyeli, “1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri”, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Yayın No:97/4, 1997, s.20

1987 yılında DTH’nin munzam karşılık oranlarının TL cinsinden yatırılmasına karar verilerek merkez bankasının yerli para arzı üzerindeki kontrol ve denetimi arttırılmış oldu.

1988’de mali piyasalardaki fazla likidite ekonomik dengeleri bozmaya başlayınca (özellikle fiyatlar üzerinde baskılanma yaratması) para politikasının temel görevi TL’yi değerli kılacak politikalardan kaçınmak ve para arzını sıkı bir şekilde

<sup>622</sup> Gazi Erçel, “Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri”, TCMB, Ankara Üniversitesi SBF, Ankara, 1996.

<sup>623</sup> Mehtap Kesriyeli, “1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri”, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Yayın No:97/4, 1997, s.19

denetlemek olarak kabul edilmiştir. Bu bağlamda munzam karşılıklar ve disponsibilite oranları arttırılmıştır.

Bu çalışmanın ikinci bölümünde anlatıldığı üzere merkez bankası 1986-1989 döneminde parasal programlar yapmış ancak kamuoyuna duyurmamıştır. 1989 yılında uygulamaya konulan fakat kamuoyuna duyurulmayan para politikasının çapası merkez bankasının bilanço büyüklüğüydü. Merkez bankasının 1989 yılındaki hedefi, aynen enflasyon hedefine benzer şekilde, referans aldığı bu parasal göstergelerin belli sınırlar dahilinde kalmasını sağlamaktı. 1989 yılında 18,5 trilyon TL olan merkez bankası parasının 1990 yılında 25-27,5 arasında olması hedeflenmekteydi. Ancak bu hedef tutturulamamış; gerçekleşme 23,5 te kalmıştır. Bunun olası sebepleri arasında bankanın yurtiçi yerleşiklere hedeflediği ölçüde döviz satamaması gelmektedir.<sup>624</sup> Bu parasal program hedefleri doğrultusunda toplam bilançonun GSMH'ya oranı 1989 yılında gerilemiştir (0.21). Tablo 3.5 merkez bankası bilançosunun GSMH'ya oranının 1989-1991 arasında yüzde 6 azalarak yüzde 0.15 seviyesine gerilediğini göstermektedir. Bu kontrollü para hedefleri, merkez bankasının mali sistemin tersine büyümesine engel olmuştur.<sup>625</sup>

**Tablo 3.5. Merkez Bankasının Mali Sistem İçindeki Büyüklüğü(GSMH'ya Oran)**

|                     | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 |
|---------------------|------|------|------|------|------|
| Toplam Bilanço/GSMH | 0.30 | 0.30 | 0.21 | 0.15 | 0.15 |

**Kaynak:** Mehtap Kesriyeli, “1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri”, **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü**, Yayın No:97/4, 1997, s.17

Hiç şüpheşiz tüm bu gelişmeler merkez bankasının yürüteceğı para politikasının nüfuz alanını genişleterek, etkinliğini arttırmasına katkı sağlamıştır. Mali piyasaların genişlemesi ile finansal kurum ve finansal yenilik sayısında artış yaşanmıştır. Böylece borç verilebilir fon sahipleri ile borç talep edenlerin buluşması

<sup>624</sup> Kepenek ve Yentürk, **a.g.e.**, s. 233

<sup>625</sup> Kesriyeli, **a.g.e.**, s.17

kolaylaştırılarak hem yatırımlar için düşük maliyetli kaynak bulmak mümkün hale gelmiş hem de yatırımcılar için asimetrik enformasyon ortamı yok edilerek rekabetin gelişmesi sağlanmıştır. Yani bankaların nakit yönetimlerine esneklik kazandırılmış oldu. Hatta merkez bankası sadece hakem görevi üstlenen bir kurum haline gelerek, piyasadaki karar vericilere geniş bir hareket sahası bırakmıştır. Böylelikle 1986 yılından sonra merkez bankası kısa vadeli faizlerle sistemin para arzını denetlemeye talip bir banka olmuştur.

#### **3.2.4. 1990-2001 Dönemi Para Politikası Gelişmeleri ve Reformları**

Kısaca 1990'lı yılların ilk yarısı Türkiye açısından makroekonomik göstergelerin bozulmaya başladığı bir dönemdir. Bir türlü sağlanamayan bütçe disiplini ve TCMB kaynaklarının kamu finansman açığı için kullanılmaya başlanması sonucu enflasyon fırlamış, kurlar istikrarsız hale gelmiştir. Ortalama yıllık GSYİH büyüme oranı bu dönemde % 4'ün altında kalmıştır.

1991 yılında yaşanan Körfez Krizi ve erken genel seçim kararları, mali piyasalarda belirsizlik ve karasızlık yaratmış bu yüzden de kısa vadeli sermaye çıkışlarında artış olmuştur. Bu dönemde döviz talebi arttığı için kurlar yükselmiştir. TCMB kurlara müdahale etmek için döviz rezervlerini kullanmak zorunda kalmıştır. Bu durum MB'nın yürüttüğü para programını olumsuz etkilemiştir. Çünkü merkez bankası açık piyasa işlemleri ile bir yandan piyasadaki nakit çekerken, öte yandan da döviz piyasasına döviz satarak kurların istikrarı için çalışmıştır. Hazine yasal borçlanma sınırına dayandığı zaman iç piyasadaki borçlanmaya gitmiş, bu da piyasa faiz oranlarının giderek artmasına neden olmuştur. 1993 yılında hazine ve Kamu İktisadi Teşebbüslerin merkez bankasına olan borçları kanunla silinmiştir. Bunun sonucu olarak MB piyasaya hazine bonosu ihraç edememiş ve APİ politikası yürütülemez hale gelmiştir. Bu olgu 1994 krizine giden yolda köşe taşlarından birini teşkil etmektedir. 1994 yılına gelindiğinde kamunun iç borçlanma mekanizması çökmüş, cari açık yükselmiş ve devalüasyon beklentisi giderek artmıştır. Bu beklenti Nisan ayında krizle sonuçlanmıştır. 1995 yılında IMF ile yapılan anlaşma çerçevesinde MB'nın yürüttüğü parasal programın tek parasal büyüklük hedefi olarak “net iç varlıklar hesabı” kalmıştır. 1997 ve 1998 yılındaki para politikasının en temel amacı



yükselen enflasyon oranının % 70'lerin altına çekmek olmuştur. Bu amaç doğrultusunda diğer araçlar kullanılmıştır.<sup>626</sup>

1990'larda yaşananlar özetle yukarıdaki gibidir. Hazinesin piyasadā borçlanamadığı dönemlerde TCMB'den kısa vadeli avāns çekmesi ve bunu rutin bir uygulama gibi tüm hükümetlerin denemeye kalkışması sonucu kamu finansman açığı artmış, parasal büyüklüklerin denetimi zorlaşmış ve merkez bankası yıllık parasal hedefleri olan Net İç Varlıklar ve genel merkez bankası bilançosu hedeflerinde yüksek oranlı sapmalar göstermiştir. Bu kısır döngü doğal olarak TCMB'nin araç bağımsızlığı vasfını da olumsuz etkilemiştir.<sup>627</sup>

Türkiye ekonomisinde 1986-2001 arası dönem, uluslar arası finansal sistemle bütünleşmeye çalışılan bir dönemdir. Bu dönem aynı zamanda istikrarsız büyüme oranlarının yaşandığı, gevşek kamu politikaları sonucu yüksek bütçe açıklarının verildiği ve bu yüzden de yüksek enflasyon oranlarının kronik hale geldiği bir zaman dilimini de içermektedir. Bu dönemin ilk üç yılında (1986-1989) tezin önceki kısımlarında da anlatıldığı üzere yapılan kurumsal düzenlemeler büyük önem arz etmektedir. Bu düzenlemeler sayesinde para piyasalarının mali sistemle bütünleştirilmesi sağlanmaya çalışılmıştır.

Bu gelişmeler aynı zamanda para politikası araçlarının da değişmesine ve çeşitlenmesine yol açmıştır. 1986 öncesine kadar merkez bankasının en etkili para politikası aracı zorunlu karşılık oranları politikasıydı. Bu yöntem sayesinde TCMB ticari bankaların serbestçe kullanabileceği finansal kaynağı kontrol altında tutabilmekte ve tayinlayabilmekteydi. 1986'dan sonra TCMB'nin açık piyasa işlemleri aracını kullanması ile ticari bankalar kaynak kullanımı konusunda özgür hale gelmişlerdir.<sup>628</sup>

---

<sup>626</sup> Kepenek ve Yentürk, **a.g.e.**, s.233-235.

<sup>627</sup> Kadyrova, **a.g.e.**, s.164.

<sup>628</sup> Rüşdü Saracoğlu, "1990 Yilina Girerken Türk Ekonomisi", **TCMB**, 1990,(Çevrimiçi), <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprogram/turkekonomisi.html>, Erişim: 23.05.2011

Para politikası uygulamalarında 1990 yılı bir dönüm noktası olarak kabul edilmektedir. Çünkü bu yıl merkez bankası ilk kez bir para programını kamuoyu ile paylaşmıştır. Açıklanan parasal programın amacı yerli paranın, faizlerin ve döviz kurunun fiyatını kararlı bir dengeye çekerek, piyasanın ihtiyaç duyacağı nakit miktarını karşılamaktır. Oluşturulan para programında M1 ya da M2 gibi parasal büyüklükler yerine, merkez bankası kendi bilanço büyüklüğünü kontrol etmeyi hedeflemiştir. Merkez bankası bu yolla bankacılık sisteminin ve kamunun finansman biçimini etkilemeye çalışmaktadır. Çok fonksiyonlu görev tanımı içerisinde merkez bankasının para arzları üzerinde ne derece etkili olduğu ve kamunun borçlanmasını kolaylaştırıp kolaylaştıramadığı gibi sorular daha sık sorulmaya başlanmıştır.<sup>629</sup>

Bu sorular karşısında para politikasının amacı ve uygulanacak para programlarının hedefini 1990 yılında Merkez Bankası Başkanı Rüştü Saraçoğlu “ ...Merkez bankaları bir tek iş yapabilir. O da, paranın iç ve dış değerinde istikrarın sağlanmasıdır... Merkez bankaları ödemeler dengesini düzeltmenin bir enstrümanı olamazlar... Ülkenin döviz sorununu çözmekle görevli kuruluşlar olamazlar. Çünkü merkez bankaları sadece kendi ihtiyaçları için, döviz rezervine ihtiyaç duyarlar. Merkez bankaları ithalat yapan kuruluşlar değildir” şeklinde özetlemektedir.<sup>630</sup>

1990 yılındaki başarılı parasal programlama sonrasında 1991,1992 ve 1993 yıllarında Körfez savaşının ve erken genel seçimlerin kamu açıklarını artırması zaten aşırı değerli olan Türk Lira’sının yarattığı cari açık sorunuyla birleşince yeni bir kriz ufukta görünmeye başlamıştır.<sup>631</sup> Merkez bankası çare olarak rezervlerini asgari düzeyde tutarak sabit döviz kurunu korumaya çalışmıştır.<sup>632</sup>

Krize giden süreçte kamu açığındaki artışa rağmen hükümetin ısrarla faizleri düşük tutmaya çalışması bankaların hazine bonosuna olan taleplerini aşağı çekmiştir. Düşen

---

<sup>629</sup> Ferhat Emil ve Defne Ata, “Para Politikaları Uygulamaları Açısından Merkez Bankası Bilançosu”, **Hazine Dergisi**, sayı 9, Ocak 1998, s.2

<sup>630</sup> Rüsdü Saraçoğlu, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Parasal Programı Hakkında Dr. Rüsdü Saracoglu Tarafından Verilen Brifing Metni, **TCMB, Basbakanlık Özel Bürosu**, Ankara 16 Ocak 1990, s. 3-4. ‘den aktaran Nadir Eroğlu, “Türkiye’de 1990’lı ve 2000’li Yıllarda Para Politikaları”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F.Dergisi**, cilt 26, sayı 1, 2009, ss. 23-42, , s.28

<sup>631</sup> Eroğlu, **Türkiye’de Parasal Kesim ve Merkez Bankası İşlemlerinin Analizi**, s.66

<sup>632</sup> Erçel, **Bulgaristan Merkez Bankası’nın 120. Kuruluş Yıldönümü Münasebetiyle Yapılan Konuşma**, 1999

talep bazı ihalelerin iptaline yol açmıştır. Bu süre zarfında uluslar arası kuruluşların Türkiye'nin kredi notunu düşürmesi nedeniyle de dış borç bulmak zorlaşmıştır. Hazine bütçe açıklarını merkez bankası rezervleri ile karşılama yoluna gitmiştir. Kuru korumak için azalan döviz rezervleri ve aşırı oranda artan faizler 1994 yılında krize neden olmuş ve hükümet aynı yıl IMF ile yeni bir stand-by anlaşmasına imza atarak yeniden iç ve dış piyasalarda borçlanma imkânına kavuşmuştur. 1994 yılının ilk çeyreğinde yaşanan kriz sonucunda dönemin hükümeti para politikalarında dönüşümler, mali piyasalarda ise yeni düzenlemeler içeren 5 Nisan istikrar paketini açıklamıştır. Üçüncü bölümün sonunda krizler kısmında ayrıntılı şekilde ele alınacak 1994 krizi sonrasında imzalanan stand-by anlaşması gereği, net iç varlıklar kalemi parasal programların yeni çapası olacaktı. Ayrıca net uluslar arası rezervler ve “1.5 Alman Mark'ı + 1.0 Dolar”lık kur sepeti de izlenecek büyüklükler arasına alınmıştı.<sup>633</sup>

1994 krizinin ardından alınan 5 Nisan kararları ile bankaların tüm mevduatlarına güvence getirilmiştir. Aynı kararlarda bankaların sadece mevduatlar için değil mevduat dışı varlıklar için de karşılık ayırmaları uygulaması benimsenmiştir.<sup>634</sup> Çünkü 1994 yılından önce sadece mevduata uygulanan karşılık oranları politikası bankaların kredi yaratmak için mevduat dışı kaynaklara yönelmelerine sebep olmuş ve böylece zımni bir para arzı tanımı ortaya çıkmıştı. Hükümet yeni düzenlemeyle bunun önüne geçmiştir. Ayrıca 1994 yılında çıkartılan kanunla merkez bankasının hükümete verdiği kredilerin tedricen azaltılarak 5 yıl içinde yüzde 3 düzeyine indirilmesi kararlaştırılmıştır. İndirimden önce hazineye bütçenin yüzde 15'i kadar bir imkân sağlanıyordu. Bu gelişme merkez bankasına yasal bağımsızlık tanınması yolunda önemli bir adım olarak değerlendirilmektedir. Ancak erken genel seçimler ve yerel seçimler bu başarılı programın devam ettirilmesine engel olmuştur.

1980'li yıllarda disponsibilite oranları % 30 ve mevduat munzam oranları % 20 iken 1996 yılında bu oranlar sırayla % 6 ve % 8 seviyesine çekilmiştir. Bu, hem merkez bankasının para politikası araçları içinde “zorunlu karşılık oranları politikasını”

---

<sup>633</sup> A.e

<sup>634</sup> Eroğlu, *Türkiye'de Parasal Kesim ve Merkez Bankası İşlemlerinin Analizi*, s.66

pasifleştirdiği ve bünyesinde tuttuğu mevduatların serbest mevduatlardan oluşmasını istediği <sup>635</sup> hem de 1996 yılında parasal genişlemeye gittiği anlamına gelmektedir. Ancak 1996 yılı enflasyonla mücadele edilen bir yıl olduğundan ilk seçenek daha akla yatkındır.

1996 yılına 1995 yılı sonunda yapılan erken genel seçimin yarattığı siyasi belirsizlik, Gümrük Birliği'ne girilmesinin mali piyasalar üzerinde yarattığı ekonomik belirsizlik ve 1994 yılında IMF ile yapılan stand-by anlaşmasının 1996 yılı başında sona ermesinin yarattığı olumsuz hava ile girilmiştir.<sup>636</sup> 1996 yılında net iç varlıklar ve rezerv para arzına sınırlamalar getiren parasal program hedefine devam eden merkez bankası, aynı zamanda kur sepetini ve merkez bankası rezervlerini de kontrol etmeye devam etmiştir. <sup>637</sup> 1996 yılında Gümrük Birliği'ne geçilmesinin ardından ithalat artışı devam etmiş, ihracat artışı ise yavaşlamıştır. Dış ticaret açığının 1996 yılında yüzde 46 oranında genişlediği görülmektedir. <sup>638</sup>

Bu belirsizlik ortamında 1996 ve 1997 yıllarında merkez bankasının en önemli hedefi mali istikrarı sağlamaktır. Bu bağlamda sadece net dış varlıklardaki artışa paralel olarak rezerv artışına gidilecekti. 1996 ve 1997 yılında reel kurların istikrarını sürdürmek merkez bankasının finansal istikrar hedefi yanında ikincil bir hedef olmuştur.<sup>639</sup> Bu açıdan bakıldığında para politikası uygulamaları 1997'de 1996 yılından farklı olmamıştır. 1997 yılında merkez bankasının hazineyi finansmanına sınırlama getiren bir protokol daha yapılmış, önceki protokollere benzer, ve merkez bankasına kısa vadeli faizleri belirleme noktasında tam yetki verilmiştir.

Merkez Bankası'nın bu yıllardaki istikrar hedefleri iki unsura odaklanmaktadır: Bunlardan birincisi, TL ve döviz piyasalarında ortaya çıkacak kısa süreli, hızlı veya değişken fiyat (faiz, döviz kuru) hareketlerinin önlenmesi, ikincisi de piyasalardaki belirsizliklerin azaltılmasıdır. Merkez bankasının temel hedefini fiyat istikrarı yerine

---

<sup>635</sup> Nadir Eroğlu, "Türkiye'de 1990'lı ve 2000'li Yıllarda Para Politikaları", **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F.Dergisi**, cilt 26, sayı 1, 2009, ss. 23-42, , s.29.

<sup>636</sup> TCMB, Yıllık Rapor 1996

<sup>637</sup> Kesriyeli, **a.g.e.**, s.33

<sup>638</sup> TCMB, Yıllık Rapor 1997

<sup>639</sup> Erçel, **Bulgaristan Merkez Bankası'nın 120. Kuruluş Yıldönümü Münasebetiyle Yapılan Konuşma**, 1999

“ mali piyasalarda istikrar” şeklinde belirlemesinin sebebi enflasyonla mücadelede hükümet cephesinin yeterli kararlılığı gösterememesi, maliye politikalarının baskısı yüzünden enflasyonist etkinin kırılmaması ve uzun süreli istikrar politikalarının devam ettirilememesidir.<sup>640</sup>

1998 yılının başında hazırlanan para politikasının ana hedefi yüzde 100 olan enflasyonu yüzde 50’ye çekmekti. Bunun için mali politikaların desteklenmesi kararlaştırılmıştı. Rezerv para yılın ilk çeyreğinde yüzde 18’den yüzde 20 bandına çekilecekti. Merkez bankası 1998 yılında da net iç varlıkları sınırlandırmaya ve dış varlıklardaki artışa paralel olarak rezervlerini arttırmaya devam etmiştir. Döviz politikası da tahmin edilen enflasyon hedefine uygun olarak sürdürülecekti. Ancak 1998 Rusya Krizi benzer risk grubunda bulunan ülkelerden Türkiye’yi de etkilemiş ve bundan dolayı da ülkeden önemli boyutta yabancı sermaye çıkışı yaşanmıştır. Bu riskleri göğüslemek için 1998 yılında IMF ile anlaşmaya gidilmiş ve Yakın İzleme Programı devreye sokulmuştur. Bu anlaşmadan sonra merkez bankası kendi kontrolündeki net iç varlıklar kalemini enflasyonla mücadelede kullanmaya başlamıştır. 1998 yılı sonu için öngörülen eksi 1514 trilyon TL hedefi, Asya ve Rusya kaynaklı olumsuz dış gelişmelerden dolayı, ekim ayında 700 trilyon TL olarak revize edilmiştir.<sup>641</sup>

Rusya Krizi’nden sonra ülke dışına çıkan yabancı sermayenin 1999 yılında hazineye faturası yıllık bileşik borçlanma faiz oranlarının % 106’ya çıkması olmuştur. Sürdürülemez hale gelen bütçe açıkları da buna eklendiğinde ülke hiperenflasyon noktasına doğru gitmiştir.<sup>642</sup> Dış piyasalardan düşük faizle kredi bulmak için 1999 yılının sonunda bir kez daha IMF ile stand-by anlaşması yoluna gidilmiş ve anlaşma gereği 1999 yılının sonunda sabit döviz kuru çapasına dayanan bir istikrar programı uygulamaya konulmuştur. Yapılan anlaşma bir önceki stand-by’ın devamı niteliğindedir.

---

<sup>640</sup> TCMB, Yıllık Rapor 1997

<sup>641</sup> Erçel, **Bulgaristan Merkez Bankası’nın 120. Kuruluş Yıldönümü Münasebetiyle Yapılan Konuşma**, 1999

<sup>642</sup> Eroğlu, **Türkiye’de 1990’lı ve 2000’li Yıllarda Para Politikaları**, s.30

**Tablo 3.6. 1990-1997 Dönemi Reel GSYİH**

|                   | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996  | 1997  |
|-------------------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|
| <b>Reel GSYİH</b> | 83,6 | 84,4 | 89,4 | 96,6 | 91,3 | 97,9 | 106,9 | 111,0 |

**Kaynak:** TCMB Yıllık Rapor 1997

1990’lı yılların ikinci yarısında artan dolarizasyon olgusu dikkat çekicidir. Yüksek enflasyondan korunmak için yurtiçi yerleşikler döviz tevdiat hesaplarına yönelmişlerdir. Bu yüzden 1990’lı yıllarda Türkiye’de “Gresham Kanunu”<sup>643</sup> ters işlemiştir. Yani, TL mevduatları, büyük ölçüde enflasyondan dolayı, döviz mevduatlarının gerisinde kalmıştır. İktisadi birimler TL’ye sırt çevirerek Dolar ve Mark’ı piyasaya hâkim hale getirmişlerdir.<sup>644</sup>

1990’lı yıllarda meydana gelen enflasyonist baskılar ve artan kamu borç yükü reel büyümenin istenilen sıçramayı yapmasına engel olmuştur (Tablo 3.6). Dönemin sonunda Rusya ile yapılan ticaretin de durma noktasına gelmesi ile reel sektör olumsuz etkilenmiş ve 1998 yılından itibaren reel ekonomi küçülme trendine girmiştir. Oysaki 1995-1998 yılları arasında tablo 3.6’dan da görüldüğü gibi ekonomide bir büyüme koridoru yakalanmıştı.

1998-2002 arası dönemde Türkiye ekonomisinde baş döndürücü bir dalgalanma yaşanmıştır. Tablo 3.7’den GSMH’nin 2001 ve 2002 arasında yüzde -7,5 ile +7,9 arasında dalgalandığını; 1999 yılında yüzde -6,1 ile çift dip yaptığını; yatırımların beş yılda yüzde 29’dan yüzde 19’lara gerilediğini; IMF’nin hatalı programı sonucu sermaye giriş –çıkışlarının şiddetlendiğini; cari işlemler bilançosunun bu dönemde yine inişli çıkışlı bir seyir izlediğini ve 2000 yılında -9,8 milyar Dolar olan cari işlemler açığının 2000 yılı sonunda 3,4 milyar Dolara geldiğini görmek mümkündür. Sermaye girişleri ile balon gibi şişen ekonomi 2001 yılında sermaye çıkışları ile

<sup>643</sup> Çift metal sisteminin uygulandığı dönemde iyi para olarak adlandırılan altın piyasadan çekilerek (gömülme yada ülke dışına kaçırılması) kötü para (tedavül fiyatı düşük) olarak nitelendirilen gümüşün piyasada ödeme aracı görevi görmesidir. Yani kötü para iyi parayı kovmaktadır.

<sup>644</sup> Rıza Kandiller, “1990’lı yıllarda İzlenen Para Politikaları ve Değerlendirilmesi”, **Hazine Dergisi**, sayı 7, Temmuz 1997, s.4

patlamıştır.<sup>645</sup> Buna rağmen bu dönemde iç ve dış borçların ekonomide kambur olarak kalmaya devam ettiğini hatta daha da ağırlaştığını görmekteyiz.

**Tablo 3.7. 1998-2002 Dönemi Ekonomik Göstergeler**

|                           | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|---------------------------|------|------|------|------|------|
| GSYİH büyüme hızı (%)     | 3,1  | -4,7 | 7,4  | -7,5 | 7,9  |
| CİB Dengesi*( Milyar USD) | 2,0  | -1,4 | -9,8 | 3,4  | -1,8 |
| Dış Borç Stoku/GSHM       | 47,4 | 55,4 | 59,4 | 80,0 | 70,6 |
| KKBG/GSMH                 | 9,4  | 15,6 | 11,9 | 16,5 | 12,6 |
| İç Borç Stoku/GSMH        | 21,7 | 29,3 | 29,0 | 69,2 | 55,2 |
| Faiz/GSMH(%)              | 11,5 | 13,6 | 16,3 | 23,3 | 19,1 |
| Tefe (Yıllık Ortalama)    | 71,8 | 53,1 | 51,4 | 88,6 | 30,8 |
| Kişi Başı Gelir(USD)      | 3255 | 2879 | 2986 | 2123 | 2584 |

(\*) Cari İşlemler Bilançosu

**Kaynak:** Gülten Kazgan, **Tanzimat'tan 21.Yüzyıla Türkiye Ekonomisi**, Bilgi Üniversitesi Yayınları, 4. Baskı, İstanbul, 2009, s.407

Türkiye 2000 yılına kronik enflasyon sorununu çözmek için IMF destekli bir istikrar programı-“enflasyonu düşürme programı”- ile girmiştir. Programın nominal çapası sabit döviz kuru olarak belirlenmişti. İstikrar programının diğer ikincil hedefleri arasında faiz oranlarını düşürüp yatırımları arttırmak vardı. Beklentiler TL’nin değerlenmesinin reel sektörde yaratacağı olumsuz etkilerin faizlerin düşmesiyle telafi edileceği ve düşen faizlerin yatırımları teşvik edeceği yönündeydi. Ancak Türkiye’de tüketim eğilimi yüksek olduğu için düşen faizler bireylerin tasarruf eğilimini düşürüp tüketimlerini arttırmıştır. Artan tüketim talebi, tüketim mallarının ithalatını arttırmıştır. Bu da dış ticaret açığını arttırmıştır.<sup>646</sup> İstikrar programı 13. Ayında Şubat 2001 krizi ile büyük yara aldı ve hem kur rejiminde hem de nominal çapada değişikliğe gidildi. Kurlar serbest dalgalanmaya bırakılırken, para politikası için ara hedef net iç varlıklar ve net dış varlıklar olarak belirlendi.

Sabit kur rejimi ile sürdürülen ve makro ayakları tam oturtulmayan bu istikrar programı, Türkiye’de yüksek bir enflasyona (yaklaşık % 86) , büyük bir sanayi daralmasına, milli gelir düşmesine, talepte ve satın alma gücünde büyük bir azalmaya yol açmıştır.

<sup>645</sup> Kazgan, **a.g.e.**, s.406-407

<sup>646</sup> Kepenek ve Yentürk, **a.g.e.**, s.588-589.

1990'lı yıllarda mali ve parasal düzenlemeler bağlamında yapılan diğer kurumsal ve yapısal düzenlemeler şunlardır:

- Daha önce İMKB bünyesinde kurulan tahvil ve bono piyasası 1991 yılında faaliyete geçmiştir
- Döviz kurlarındaki belirsizliği yok etmek için 1995 yılında forward kur işlemlerinin başlatılması kararlaştırılmış ancak uygulama 1996 yılında kaldırılmıştır.
- 1998 yılından itibaren merkez bankası para programlarını çeyrek dönemler bazında açıklamaya başlamıştır.
- MB, Haziran 1998 yılında bankaların DTH zorunlu karşılık oranlarını yüzde sıfır olarak ilan etmiştir.
- Eylül 2000'de BDDK faaliyete geçmiştir; aynı yıl bilançosu sorunlu olan bazı bankalar TMSF bünyesine geçmiştir. 1999 yılının sonunda 81 olan banka sayısı bu uygulamalar neticesinde 2002 yılı sonunda 54'e düşmüştür.<sup>647</sup>

### 3.2.5. 2002-2010 Dönemi Para Politikaları

Bu dönemde önemli parasal politika dönüşümleri ve reformlar yaşanmıştır: Hemen 2000 yılı başında IMF'ye sunulan niyet mektubu<sup>648</sup> ile döviz kuru çapasına dayanan "enflasyonu düşürme istikrar programı" uygulamaya koyulmuş, ancak 2001 yılında meydana gelen krizle sarsılan programın kur çapası değiştirilerek, yerine parasal hedefleme ve örtük enflasyon hedeflemesi konularak, programa "güçlü ekonomiye geçiş planı" adıyla devam edilmiştir. TCMB, 2006 yılında ara rejim değişikliğine giderek daha önceden hazırlıklarını yaptığı açık enflasyon hedeflemesini fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda tek ara hedef olarak belirlemiştir. 2005 yılında paradan altı sıfırın atılması ve 2008'de meydana gelen küresel mali kriz ve akabinde TCMB'nin finansal istikrarı da içine alacak şekilde para politikasında araç çeşitliliğine gitmesi bu dönemin önemli para ve politika gelişmeleri olarak öne çıkmaktadır.

<sup>647</sup> Eroğlu, **Türkiye'de Parasal Kesim ve Merkez Bankası İşlemlerinin Analizi**, s.67

<sup>648</sup> Ayrıntılar için bkz. 9 Aralık 1999 Tarihli Niyet Mektubu



Bu arada merkez bankasının bağımsızlık derecesi 2001 yılında bir basamak daha ileri taşınmıştır. 2001 yılından önce Merkez Bankası Hazine'nin ihtiyaçlarını karşılayan bir idari kurum gibi işlev görmekteydi. 1990'lı yıllarda yaşanan krizler merkez bankası bağımsızlığını bir kez daha tartışmaya açmıştır.<sup>649</sup> 2001 yılında Türkiye'nin yeni bir ekonomik kriz yaşaması sonrasında 25 Nisan 2001 tarihinde merkez bankasının 1211 sayılı yasasında önemli değişikliklere gidilerek merkez bankasına tam araç bağımsızlığı vasfı verilmiş, hazineye avans verilmesi uygulamasına son verilmiş ve bankanın tek temel hedefinin fiyat istikrarı olduğu vurgulanmıştır. Aslında kriz olmasa bile dünyada merkez bankacılığı konusunda yaşanan gelişmeler Türkiye'de de yenilikler yapılmasını zaruri kılmıştır. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun (BDDK) 2000 yılında kurulmasıyla merkez bankasına ait bazı yetkiler BDDK'ya devredilmiştir.

2000'li yıllardaki para politikaları ikiye ayrılarak incelenmelidir: Birincisi, kurallara bağlı olmayan tüm yetkinin merkez bankası başkanının da olduğu 2006 öncesi dönemdir. Bu dönemde açık enflasyon hedeflemesi yapılmadığı için faiz kararlarını almak ve hedefleri belirlemek tamamen başkanlık divanına aitti. Para politikası kurulu işlevsel değildir. İkinci dönem Ocak 2006'da başlayan ve enflasyon hedeflemesi rejiminin ara hedef olarak kullanılmaya başlandığı dönemdir. 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle birlikte, para politikası kurulu (PPK) politika kararlarında etkili bir konuma gelmiş ve daha şeffaf bir yönetim anlayışı benimsemiştir. Kararların oylama ile alınması, toplantı özetlerinin yayımlanmaya başlaması ve böylece karar alma mekanizmasının kurumsallaşması sağlanmıştır.<sup>650</sup> Bir anlamda merkez bankası profesyonelleşti diyebiliriz. Böylelikle kamuoyunun Merkez Bankası'na hesap sorması ve merkez bankasının da hesap vermesi daha açık, şeffaf ve kolay olmuştur.<sup>651</sup>

2002 yılında merkez bankası para politikasında kullanılan nominal çapada değişikliğe gitmiştir. Fiyat istikrarı için para politikalarında ara bir hedef kullanmak yerine enflasyonun bizzat kendisini hedefleyen ve hazırlıkları önceden başlatılan

<sup>649</sup> Eroğlu, *Türkiye'de Parasal Kesim ve Merkez Bankası İşlemlerinin Analizi*, s.165.

<sup>650</sup> TCMB, Yıllık Rapor 2005, s.74-75

<sup>651</sup> Asaf Savaş Akat, "Merkez Bankası'na Yeni Başkan", *Vatan Gazetesi*, 18 Nisan 2011.

enflasyon hedeflemesi rejimine 2002 yılında örtük bir şekilde geçilmiştir. Ancak bankası ihtiyatı elden bırakmayarak 2002 yılının başında merkez bankasının gelecek dönem belirsizlikleri yok etmek ve beklentileri kontrol etmek için iki adet nominal çapayı kullanacağını anons etmiştir.<sup>652</sup> Bu çapalar parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesidir. Bu durum, merkez bankasının açık enflasyon hedeflemesi rejimi için gerekli ön koşulları henüz sağlamadığı için bir hazırlık ve uyum süreci ile ileriki bir tarihte açık hedeflemeye geçileceğini anlatmaktadır. Yani banka aynı anda hem net iç varlıkların artışına dayanan bir parasal hedeflemede bulunacaktı hem de dalgalı bir kur politikası altında enflasyonu kontrol etmek için önceden planlanan bir enflasyon hedeflemesi rejimini kullanacaktı. Bu dönemde politika aracı olarak dalgalı kur rejimine uygun olacak şekilde kısa vadeli faiz oranları sadece fiyat istikrarı temelinde kullanılmıştır.<sup>653</sup> Bu rejim ve sonuçları çalışmanın ikinci bölümünde detaylıca detaylıca anlatıldığından politika sonuçlarına burada girilmeyecektir.

2002-2004 dönemi de IMF ile yapılan plan çerçevesinde yürütülmüştür. 2000 -2002 arası IMF’li dönemin 2002-2004 arası IMF’li dönemden farkı uygulanan döviz kuru rejimidir. 2000-2004 dönemini kapsayan bu programa 1980-1985 arası dönemdeki IMF programı ile kıyaslanarak “İkinci beş yıllık IMF-Dünya Bankası Planı” da denmektedir. Buna göre 1980-85 arası dönem “birinci beş yıllık planı” oluşturmaktadır<sup>654</sup>.

İşlevini yitiren disponsibilite uygulamasına 16 Kasım 2005’te son verilmiş; bu uygulama ile birlikte bankaların merkez bankasında DİBS bulundurma zorunlulukları da sona erdirilmiştir.

2004 yılında örtük enflasyon hedeflemesini sürdüren merkez bankası IMF programının parasal hedeflerini sağlamak adına yıl sonunda para tabanı, net uluslar arası rezervler (NUR) hedefi ile net iç varlıklar (NİV) hedeflerini tutturmayı başarmıştır (Tablo 3.8). Tablo 3.8 NİV hedefinin aralık 2004 sonu itibari ile 5

<sup>652</sup> Hasan Ersel ve Fatih Özatay, “Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Turkey”, **Emerging Markets Finance & Trade**, November–December 2008, Vol. 44, No. 6, pp. 38–51, s.38

<sup>653</sup> Eroğlu, **Türkiye’de 1990’lı ve 2000’li Yıllarda Para Politikaları**, s.32

<sup>654</sup> Nazif Ekzen, “2. Beş Yıllık IMF-Dünya Bankası Planı (2000-2004) Üzerine Değerlendirmeler”’den aktaran Eroğlu, **Türkiye’de 1990’lı ve 2000’li Yıllarda Para Politikaları**, s.31-32

trilyon TL kadar hedeflenen değerin altında kaldığını, NUR hedefinin ise 1.8 milyar Dolar hedeflenen düzeyin üstünde gerçekleştiğini göstermektedir. 2004 yılı başında yüzde 26 olan gecelik borçlanma faiz oranı, yılsonunda yüzde 18 düzeyine indirilerek <sup>655</sup> hedeflerin gerçekleşmesinde önemli rol oynamıştır.

**Tablo 3.8. 2004 Yılı Performans Kriterleri ve Gerçekleşmeler**

|                | Para Tabanı Üst Limit(Trilyon TL) |             | Net İç Varlıklar Üst Limit (Trilyon TL) |             | Net Uluslar arası Rezerv Seviyesi (Milyon USD) |             |
|----------------|-----------------------------------|-------------|-----------------------------------------|-------------|------------------------------------------------|-------------|
|                | Hedef <sup>1</sup>                | Gerçekleşme | Hedef <sup>1</sup>                      | Gerçekleşme | Hedef <sup>2</sup>                             | Gerçekleşme |
| 31 Mart 2004   | 16.100 <sup>p</sup>               | 16.948      | 29.600 <sup>G</sup>                     | 27.321      | -2.000 <sup>p</sup>                            | 0.748       |
| 30 Nisan 2004  | 17.500                            | 17.508      | 31.600                                  | 26.076      | -2.000                                         | 1.791       |
| 31 Ağus. 2004  | 20.500                            | 19.031      | 34.600                                  | 28.015      | -2.000                                         | 1.629       |
| 31 Aralık 2004 | 20.900                            | 19.190      | 35.000                                  | 30.121      | -2.000                                         | 0.229       |

(1) Üst sınırlar, söz konusu tarihlerdeki ve bu tarihlerin her biriyle sona eren beş işgünüdeki stokların ortalaması üzerinden hesaplanmaktadır

(2) Alt sınır

(P): Performans Kriteri, (G): Gösterge Değer.

**Kaynak:** TCMB

Bu dönemin ikinci yarısında gerçekleşen parasal göstergelere bakıldığında (Tablo 3.9) altı yıllık sürede emisyon hacminin, M2 ve M3 para arzlarının 2,5 katı arttığını; M1 para arzının 2 kat arttığını; paranın dolanım hızının 1/3 kadar düştüğünü (enflasyon düştüğü için) görmekteyiz. Aynı dönemde TL mevduatı 3 kat DTH ise 2 kat artmıştır. Yine bu dönemde düşen enflasyonla beraber ters para ikamesi yaşanmış ve TL mevduatı DTH mevduatlara göre oransal olarak daha fazla artmıştır. Kredi stoku 4 kat artarken, merkez bankası rezervleri yaklaşık 2 katına çıkmıştır.

<sup>655</sup> TCMB, Yıllık Rapor 2004, s.77-39

**Tablo 3.9. Çeşitli Parasal Göstergeler: 2005-2011 Dönemi**

| Parasal Göstergeler               | 2005  | 2009  | 2010 | 2011/3** |
|-----------------------------------|-------|-------|------|----------|
| Emisyon(milyar TL)                | 19,6  | 38,6  | 48,9 | 50,8     |
| M1(milyar TL)                     | 61,9  | 103,3 | 134  | 127,2    |
| M2(milyar TL)                     | 237   | 490   | 587  | 602      |
| M3(milyar TL)                     | 260   | 518   | 615  | 631      |
| Paranın dolanım hızı              | 2,5   | 1,8   | 1,8  | 1,9      |
| Para ikamesi oranı*               | 29,6  | 28,5  | 25   | 25,4     |
| Mevduat toplamı(milyar TL)        | 219   | 459   | 553  | 569      |
| TL mevduatı (Milyar TL)           | 138   | 304   | 384  | 390      |
| DTH mevduatı(milyar TL)           | 77    | 147   | 152  | 159      |
| Bankalararası mevduat (milyar TL) | 4,1   | 7,2   | 17,4 | 19       |
| Kredi stoku(milyar TL)            | 119,3 | 302   | 453  | 458      |
| Kredi/mevduat (%)                 | 56,5  | 68,5  | 82   | 85,2     |
| TCMB döviz rezervi(milyar USD)    | 49,4  | 69,6  | 80,7 | 83,5     |
| GSYİH(milyar TL)                  | 648   | 954   | 1100 | 1215     |

\*: DTH/M3,\*\*: Veriler Mart 2011 itibarıyla.

**Kaynak:** TCMB ve Mahfi Eğilmez,“Parasal Göstergeler” Radikal Gazetesi, 3 Mart 2011.

Yine bu dönemde bankacılık sektörünün giderek daha sağlam finansal temellere oturduğu görülmektedir. BDDK’nın kurulması ile bankacılık sistemi asıl fonksiyonu olan yatırımlar için kredi verme pozisyonuna geri dönmüştür. Tablo 3.10 bankacılık sektöründeki kredilerin ve diğer portföylerin GSMH cinsinden gelişimini göstermektedir. Buna göre 2001 yılında mevduat ve reponun GSMH’ya oranı yüzde 60,4 iken kullandırılan kredilerin oranı sadece yüzde 32,5 idi. 2001 krizinden sonra verilen kredilerin iyice azaldığı ve yüzde 19,6’ya kadar düştüğü görülmektedir. Çünkü bankacılık sistemi 2001 krizinden negatif etkilenmiş; bankalar risk almak istemediklerinden verdikleri kredilerin faizini arttırmışlardır. 2004 yılından sonra bankacılık sektörü tekrar bir büyüme trendi yakalamış ve 2006 yılı sonunda kullandırılan kredilerin GSMH’ya oranı yüzde 37,3’e çıkmıştır.<sup>656</sup>

<sup>656</sup> Ersel ve Özatay, **a.g.e.**, s.43.

**Tablo 3.10. Türkiye’de Bankacılık Sektöründe Gelişmeler (%)**

|                              | 2001  | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|------------------------------|-------|------|------|------|------|------|
| <b>Kredi/GSMH</b>            | 32,5  | 20,5 | 19,6 | 24,1 | 31,5 | 37,3 |
| <b>(Mevduat+Repo)/GSMH</b>   | 60,4  | 48,7 | 42,3 | 41,0 | 47,0 | 53,6 |
| <b>Toplam Varlıklar/GSMH</b> | 122,7 | 77,3 | 70,0 | 71,4 | 81,6 | 84,4 |

**Kaynak:** Hasan Ersel and Fatih Özatay, “Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Turkey”, **Emerging Markets Finance & Trade**, November–December 2008, Vol. 44, No. 6, pp. 38–51, s.44.

Para politikası, 2002 yılından beri hazırlıklarını sürdürdüğü ve ön koşulları sağlamak için zaman kazandığı açık enflasyon hedeflemesi rejimine 2006 yılında geçmiştir. Merkez bankası artık açık enflasyon hedeflemesini tek nominal çapa olarak kullanmaya başlamıştır. Para politikasının temel politika aracı olarak bankalararası para piyasası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo-Ters Repo Pazarı’nda uygulanmakta olan kısa vadeli faiz oranları olarak belirlendi.<sup>657</sup> Enflasyon hedefleri hükümetle beraber TÜFE endeksindeki değişime göre üç yıllık hedefler şeklinde önceden ilan edilmeye başlanmıştır. Bu doğrultuda enflasyon hedefleri 2006 yılı sonu için yüzde 5, 2007 ve 2008 için ise sırasıyla yüzde 4 ve 4 olarak belirlenmiştir.<sup>658</sup> Merkez bankası olası hedeften sapmalara karşın hedefle uyumlu patikanın alt ve üst sınırları arasında 4 puanlık bir belirsizlik aralığı bırakmıştır.

2007 ve 2008 yıllarında dalgalı kur rejiminde enflasyon hedeflemesine devam edilmiş; hedefle uyumlu enflasyon patikası ve gerçekleştirmeler Tablo 3.11’de gösterilmiştir. Yine bu dönemde enflasyondaki katılığı kırmak için faiz indirimlerine gidilmiş ve 2007 yılı sonunda gecelik borçlanma faiz oranları yüzde 15,75 düzeyine çekilmiştir.<sup>659</sup>

2008 ve sonrasında yaşanan gelişmeler küresel mali kriz bağlamında bu çalışmanın”kriz deneyimleri” kısmında anlatılacağı için ayrıca burada üzerinde durulmayacaktır.

<sup>657</sup> TCMB, Yıllık Rapor 2009, s.41

<sup>658</sup> TCMB, Yıllık Rapor 2006, s.37

<sup>659</sup> TCMB, Yıllık Rapor 2007, s.40

Ancak kriz sonrası döneme ilişkin kısa bir değerlendirme yapmak gerekirse; küresel finansal krizden sonra Türkiye için cari hesap kalemi sorun olmuştur. 2010 yılından başlayarak artan kısa vadeli net sermaye girişleri ile finanse edilen ve içerde kredi genişlemesi yüzünden artan cari açık karşısında merkez bankası politika faizini düşük tutarak sermaye girişlerini azaltmaya çalışmış; zorunlu karşılık oranlarını arttırarak da içerde parasal sıkılaşma yoluyla bu sorunun önüne geçmeye çalışmıştır.<sup>660</sup> Bir yıldan fazla süredir uygulanan bu yeni politikadan henüz hedeflenen sonuç alınamamıştır. MB başkanı Erdem Başçı küresel risklere bağlı olarak bir süre daha politika sonuçlarını beklemek gerektiğini vurgulamıştır.<sup>661</sup>

---

<sup>660</sup> Başçı ve Kara, **a.g.e.**, s.5

<sup>661</sup> Erdem Başçı, “2011 Nisan enflasyon Raporu Basın Toplantısı”, Ankara, 28 Nisan 2011, s.15

**Tablo 3.11. 2006-2010 Döneminde Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası, Belirsizlik Aralığı ve Enflasyon Gerçekleşmeleri**

|                               | 2006 |         |       |        | 2007  |         |       |        | 2008 |         |       |        | 2009  |         |       |        | 2010 |         |       |        |
|-------------------------------|------|---------|-------|--------|-------|---------|-------|--------|------|---------|-------|--------|-------|---------|-------|--------|------|---------|-------|--------|
|                               | Mart | Haziran | Eylül | Aralık | Mart  | Haziran | Eylül | Aralık | Mart | Haziran | Eylül | Aralık | Mart  | Haziran | Eylül | Aralık | Mart | Haziran | Eylül | Aralık |
| Belirsizlik Aralığı üst sınır | 9,40 | 8,50    | 7,80  | 7,00   | 11,20 | 8,70    | 7,30  | 6,00   | 9,10 | 8,50    | 8,30  | 6,00   | 11,70 | 10,80   | 10,50 | 9,50   | 8,50 | 8,50    | 8,50  | 8,50   |
| Hedefle uyumlu patika         | 7,40 | 6,50    | 5,80  | 5,00   | 9,20  | 6,70    | 5,30  | 4,00   | 7,10 | 6,50    | 6,30  | 4,00   | 9,70  | 8,80    | 8,50  | 7,50   | 6,50 | 6,50    | 6,50  | 6,50   |
| Belirsizlik Aralığı alt sınır | 5,40 | 4,50    | 3,80  | 3,00   | 7,20  | 4,70    | 3,30  | 2,00   | 5,10 | 4,50    | 4,30  | 2,00   | 7,70  | 6,80    | 6,50  | 5,50   | 4,50 | 4,50    | 4,50  | 4,50   |
| Gerçekleşmeler                | 8,16 | 10,12   | 10,55 | 9,65   | 10,86 | 8,60    | 7,12  | 8,39   | 9,15 | 10,61   | 11,13 | 10,06  | 7,89  | 5,73    | 5,27  | 6,53   | 9,60 | 8,40    | 9,20  | 6,40   |

**Kaynak:** TCMB, Yıllık Rapor 2006, s.37; Yıllık Rapor 2007, s.38; Yıllık Rapor 2008, s.45; Yıllık Rapor 2009, s.40; Yıllık Rapor 2010, s.42;

### 3.2.5.1. Enflasyonu Düşürme Programı (1 Ocak 2000-21 Şubat 2001)

1999 yılı Haziran ayında IMF ile yapılan görüşmelerde 1998 yılında yapılan Yakın İzleme Anlaşmasının mali destekli bir stand-by anlaşmasına dönüştürülmesi kararlaştırılmış ve 2000-2002 döneminde uygulanacak makroekonomik politikaların çerçevesi çizilmişti. 9 Aralık 1999 tarihinde koalisyon partileri, DSP, MHP ve ANAP, tarafından sunulan niyet mektubu, 22 Aralık 1999 tarihinde IMF İcra Kurulu'na kabul edilmiştir. Niyet mektubu üç yıllık zaman diliminde kronikleşen enflasyonu temelden düşürmeyi hedeflemektedir. Üç yıllık bir dönemi kapsayan enflasyonu düşürme programı, maliye, gelirler, kur ve para politikalarının yanı sıra yapısal düzenlemeleri de içermektedir. Programın temel amacı; TÜFE'yi 2000 yılı sonunda yüzde 25'e, 2001 yılı sonunda yüzde 12'ye ve 2002 yılında yüzde 7'ye indirmektir (Tablo 3.12). Programın diğer amaçları, reel faiz oranlarını makul düzeylere (moderate) indirmek, ekonominin büyüme potansiyelini arttırmak ve ekonomideki kaynak dağılımında etkinliği ve adaleti sağlamaktır.<sup>662</sup>

Bu plan çerçevesinde Türkiye 2000 yılına yepyeni bir istikrar programı ile girdi. IMF desteğini de arkasına alan bu yeni programın en belirgin özelliği artış hızı önceden açıklanmış bir döviz kuru rejimini içermesiydi. 1,5 yıl boyunca döviz kurunun önceden ne değer alacağı kamuoyuna açıklanarak 1,5 sonunda da bant içinde hareket eden kur rejimine geçilecekti. Yani program süresince iki farklı kur rejimi uygulanacaktı. Ocak 2000-Haziran 2001 dönemini kapsayan 18 aylık sürede “enflasyon hedefine yönelik kur sepeti”; Temmuz 2001-Aralık 2002 döneminde ise “kademeli olarak genişleyen band” döviz kuru olarak kullanılacaktı. 1 Temmuz 2001'de uygulanmaya başlayacak bandın toplam genişliği 31 Aralık 2001'de yüzde 7,5'e, 30 Haziran 2002'de yüzde 15'e ve 31 Aralık 2002'de yüzde 22,5'e yükseltilecekti.<sup>663</sup>

Bu yeni istikrar programının hedefi, enflasyonla mücadeleyi sadece sıkı maliye ve para politikasına bırakmamak, bu politikaları enflasyondaki ataleti kırarak başka mekanizmalarla desteklemektir. Bu yüzden bu program Ortodoks değil heterodoks karakter taşımaktaydı. Çünkü heterodoks politikalarda maliye ve para politikalarının

---

<sup>662</sup> TCMB, Yıllık Rapor 1999

<sup>663</sup> A.e.



yanı sıra ücret, kur ve fiyat düzeylerinin geçici bir süreliğine dondurulması yada sınırlandırılması sözkonusudur. Daha önce’de değinildiği gibi İsrail 1985 ve Meksika 1989 heterodoks programlarında bu fiyat dondurmaları yapılmıştı. Bunu Türkiye ‘de yapmak istiyordu. Ancak Türkiye’de işçi sendikaları ve işverenlerle anlaşmanın zemini bulunamadığından/bulunamayacağına karar verildiğinden olsa gerek, programda ücret ve fiyat artışlarına sınırlama getirilemeden, sadece döviz kurlarında sabitlemeye gidildi. Bu yönüyle tam bir heterodoks program olduğu söylenemez. Program IMF desteği ile hazırlandığından klasikleşen IMF talepleri bu programda da vardı. Merkez bankasının döviz rezervlerini arttırarak parasallaşmaya gitmesine izin verilirken, kamuya kredi açarak parasallaşmaya gitmesine izin verilmiyordu. Merkez bankası bir nevi “para kurulu” gibi çalışacaktı. IMF’ye göre döviz satarak piyasaya para sürülmesi para arzı fazlasına yol açmayacaktı. Ayrıca uygulanan kur rejimi yüksek düzeyde merkez bankası rezervi gerektirmekteydi.

Bu doğrultuda hazırlanan programın büyüme ayağı ise şöyleydi: 2000 yılı için yüzde 5,6 ve diğer yıllar için yüzde 5,2 ile 5,8 büyüme hedeflenmişti. Faiz dışı fazlanın GSMH’ya oranı yüzde 3,9 olarak öngörülmekte, ancak zamanla arttırılması hedeflenmişti. Bütçe açığının uygulanacak sıkı mali politikalarla yüzde -12’ler düzeyinden yüzde - 2,2 ‘lere indirilmesi de programın diğer dikkat çeken unsurlarıdır (Tablo 3.12).

**Tablo 3.12. 2000-2002 Dönemine İlişkin Temel Makro Ekonomik Hedefler<sup>a</sup>**

| <b>Makro Değişkenler</b>                      | <b>2000</b> | <b>2001</b> | <b>2002</b> |
|-----------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| GSMH Büyüme Hızı (%)                          | 5,6         | 5,2         | 5,8         |
| TÜFE Artış Hızı (%)                           | 25          | 12          | 7           |
| Dış Ticaret Dengesi/GSMH(%)                   | -7,1        | -7,2        | -7          |
| Cari İşlemler Dengesi /GSMH(%)                | -1,8        | -1,6        | -1,5        |
| Konsolide Bütçe açığı /GSMH(%) <sup>b</sup>   | -12,6       | -6          | -2,2        |
| Faiz Dışı Bütçe Dengesi /GSMH(%) <sup>b</sup> | 3,9         | 5,3         | 5,6         |
| Toplam Kamu Faiz Dışı Denge /GSMH             | 2,2         | 3,7         | 3,7         |
| Kamu Borç Stoku (net) /GSMH(%) <sup>b</sup>   | 57,9        | 56,6        | 54,6        |

(a) 9 Aralık 1999 tarihinde IMF'ye sunulan niyet mektubu çerçevesinde belirlenen tahminlerdir.

(b) Uluslar arası Para Fonu tanımına göre hesaplanan değişkenlerdir.

**Kaynak:** TCMB; DPT, Konjonktür Değerlendirme Raporu, Sayı: 20, Mayıs 2000, s.8; Orhan ve Erdoğan, **Para Politikası**, s. 379 dan aktaran İlhan Eroğlu, Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ve Türkiye'deki Uygulamanın Performans Analizi, Basılmamış Doktora Tezi, İstanbul, 2006, s.283

Bu program Kasım 2000'de sarsıntı geçirmiş Şubat 2001'de ise yıkılmıştır.<sup>664</sup>

Türkiye, uygulamakta olduğu "kur çapasına dayalı enflasyonu düşürme" programının iki krizle çökmesine rağmen Mayıs 2001 tarihinde IMF 'ye sunduğu yeni niyet mektubunda 2000 yılında "enflasyonu düşürme programı" olarak başlatılan politikanın devam edeceğini vurgulamış ve yeni politikayı "güçlü ekonomiye geçiş" olarak kamuoyuna sunmuştur.

### **3.2.5.2. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı**

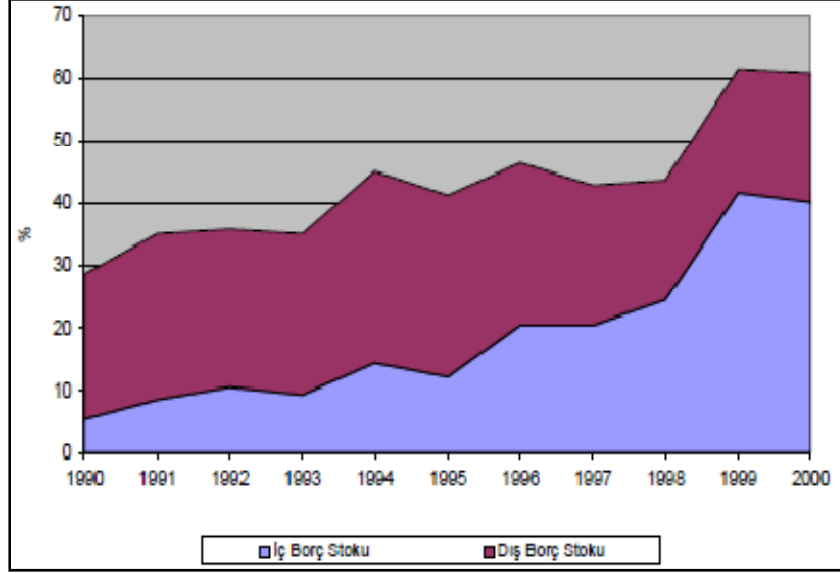
Güçlü ekonomiye geçiş programının çıkış noktası, 1990'dan sonra sürekli artan, 2000'lerde artık sürdürülemez hale gelen kamu borç dinamiğini kırmak (Tablo 3.12) ve Türkiye Ekonomisi'ni dış yardıma muhtaç kalmayacağı bir yapıya kavuşturmaktır.<sup>665</sup> Tabloya bakıldığında kamu kesimi toplam borç stokunun GSMH'ya oranı 1990 yılında yüzde 29 iken, bu oran 1999 yılı sonunda yüzde 61'e

<sup>664</sup> Özatay, **Finansal Krizler ve Türkiye**, s.85-87.

<sup>665</sup> Bağımsız Sosyal Bilimciler -İktisat Grubu, **Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Değerlendirmeler**, Haziran 2001, Türk Mühendis ve Mimar Odaları Birliği, Ankara, s.7-8 (Bu çalışma, Korkut Boratav, Nazif Ekzen, Yakup Kepenek, Aziz Konukman, Ahmet Köse, Oğuz Oyan, Cem Somel, Sinan Sönmez, Fikret Şenses, Oktar Türel, İşaya Üşür, Galip Yalman, Erinc Yeldan'ın aralarında olduğu bir grup iktisatçı tarafından kaleme alınmıştır)

ulaşmış; 1990 yılında yüzde 6 olan net iç borç stoku da 1999 yılında (kamu bankalarının görev zararları dahil) yüzde 42'ye çıkmıştır<sup>666</sup>

**Grafik 3.3. Kamu Net Borç Stokunun GSMH' ya Oranı**



**Kaynak:** TCMB, "Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı", s.2, çevrimiçi: [http://www.tcmb.gov.tr/Yeni/Duyuru/Eko\\_Program/Program.Pdf](http://www.tcmb.gov.tr/Yeni/Duyuru/Eko_Program/Program.Pdf), erişim: 12.11.2011

Güçlü ekonomiye geçiş programı 2002 yılı sonuna kadar bazı makroekonomik değişkenlere hedefler koymuştu. GSMH, faiz dışı fazla ve TÜFE'de yıllara göre temel hedefler belirlenmiştir. Buna göre GSMH büyümesi 2002 yılı sonunda yüzde 5 olacaktı. TÜFE ve TEFİ için öngörülen hedefler ise, 2002 yılı sonunda sırasıyla % 20 ve % 16,6 olmasıydı. Faiz dışı dengenin GSMH'ya oranı için yapılan projeksiyon, toplam kamu kesiminde % 6,5; konsolide bütçede ise % 5,6 şeklindeydi. Bu sayısal hedeflerin yanı sıra güçlü ekonomiye geçiş programı finansal sistemi güçlendirme, tarımsal destekleme politikasında değişikliklere gitme, bütçede değişiklikler yapma, özelleştirme ve merkez bankası bağımsızlığını sağlamlaştırma konularında da yapısal reformlara gitmeyi öngörüyordu. <sup>667</sup> Bu reformlarla programda belirtilen hedeflerin

<sup>666</sup>TCMB, "Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı", s.2, (Çevrimiçi): [http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/eko\\_program/program.pdf](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/eko_program/program.pdf), Erişim: 02.11.2011

2002 sonuna kadar tutturulması amaçlanmıştı. Hedeflenen programın ağır aksak ama anlamlı sayılacak oranda başarılı olduğu söylenebilir.

Sonuç olarak, istikrar programları kullanılan çapalara göre tasnif edildiğinde Türkiye 1990-2010 arası dönemde fiyat istikrarı temel amacı için 3 farklı ara hedef yada çapa kullanmıştır: parasal hedefleme, döviz kuru çapası ve enflasyon hedeflemesi. Bu ara hedefler büyüme ve enflasyon açısından karşılaştırıldığında ortaya çıkan sonuçlar Tablo 3.12a'da özetlenmektedir. Uygulama sonuçlarına bakıldığında reel ekonominin daha istikrarlı hale geldiği dönem olarak döviz kuru çapasının uygulandığı dönem ile bu dönemi takip eden parasal hedefleme ve örtük enflasyon hedeflemesi dönemleri görülmektedir. Bu dönemler büyümenin ortalama olarak da en yüksek olduğu zaman dilimleridir. Enflasyonda istikrarın olduğu dönem, açık farkla 2006 yılı sonrasında uygulamaya konulan açık enflasyon hedeflemesi dönemidir. Enflasyon açısından en istikrarsız dönem de parasal hedefleme dönemi olan 1990-1999 dönemidir. Buna göre hem büyüme hem de enflasyon oranları son 9 yılda başarılı enflasyon hedeflemesi (açık yada örtük) sürecinde daha istikrarlı ve az dalgalanır hale gelmiştir.

**Tablo 3.12a. Uygulanan İstikrar Rejimlerinin Karşılaştırılması: Türkiye Örneği**

| Değişken             | Parasal Hedefleme | Döviz Kuru Çapası | Parasal Hedefleme+Örtük Enflasyon Hedeflemesi | Açık Enflasyon Hedeflemesi |
|----------------------|-------------------|-------------------|-----------------------------------------------|----------------------------|
| Uygulandığı Dönem    | 1990-1999         | 2000-2001         | 2002-2005                                     | 2006-2011*                 |
| Ort. Büyüme (%)      | 4,1               | 5,82              | 7,63                                          | 4,32                       |
| Ort. Enflasyon (%)   | 77,6              | 55,6              | 28,8                                          | 8,3                        |
| Büyüme Std. Sapma    | 6,41              | 2,7               | 2,9                                           | 6,6                        |
| Enflasyon Std. Sapma | 17,5              | 11,9              | 17,4                                          | 2                          |

\*: 2001 yılına ait veriler 30 Kasım itibari ile dir.

**Kaynak:** TCMB

### 3.3. TÜRKİYE’NİN KRİZ DENEYİMLERİ

Türkiye’nin yaşadığı krizlere geçmeden önce dünyadaki enflasyon, döviz kuru, bankacılık ve borç krizlerine değinmekte fayda var.

Enflasyon krizleri ekonomistlerce aylık enflasyon oranının yüzde 40 ve üzerinde olması olarak tarif edilmektedir. 1920’li yıllarda Almanya’nın yaşadığı, ekmeğin fiyatının bile milyon Mark’larla telafuz edildiği, Macaristan’ın İkinci Dünya Savaşı’ndan sonra 1946 yılında yaşadığı ve meydana gelen ve fiyat artışlarının ancak bilimsel bir notasyonla (Yıllık enflasyon yüzde 9,36E+26 idi) ifade edilebildiği enflasyonları dünya görmüştür.<sup>668</sup> Bu alanda rekor 1944 yılında Yunanistan’a aittir.<sup>669</sup>

Döviz Krizleri ise yerli paranın yılda ortalama en az yüzde 15 ve üstünde değer kaybına uğraması halinde meydana gelen krizlerdir. Metalik para sistemlerinin geçerli olduğu eski dönemlerde madeni paralar taşış<sup>670</sup> edilerek yani değerli maden içeriği oransal olarak azaltılarak hükümetlere ek bir finansman kaynağı sağlanmış oluyordu. Günümüzde bunun yerine “modern taşış” sayılan devalüasyon-kur ayarlaması- vardır. Bu alanda rekor 1948 yılında Çin’in yaptığı yüzde üç milyon ve Zimbabve’nin yakın zamanlarda uyguladığı yüzde on trilyon oranındaki devalüasyon oranlarıdır ki bu örnekler çok uç uygulamalardır.<sup>671</sup>

M2Y ile M2 farkını yansıtan dolarizasyon oranı gelişmekte olan birçok ülkede krizin dolaylı baş aktörü olmuştur. Dolarizasyon ülkede ciddi boyutlara vardığında, yerel para sert bir değer kaybına maruz kalır. Çünkü dolarizasyon oratamında ekonomik birimlerin, bankaların, finans kurumlarının ya da hazinenin yükümlülüklerinin yerel para cinsinden değeri, mevcut varlıklarının parasal değerinden daha fazla artacağından (varlıklar yerli parayla, yükümlülükler yabancı parayla hesap edildiğinden dolayı) bu birimlerin bilançolarında şok etkiler meydana gelecektir. Bu

<sup>668</sup> 9,36E+26 sayısı 9,36 sayısının sağına yirmialtı sıfır ekleyip, yeni sayıyı iki basamak sağa kaydırınca ortaya çıkan değerdir.

<sup>669</sup> Carmen M.Reinhart ve Kenneth S. Rogoff, **This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly**, Princeton University Press, 2009, s.6-7

<sup>670</sup> Taşış: içeriği değiştirilmiş, azaltılmış metal anlamındadır.

<sup>671</sup> Reinhart ve Rogoff, **a.g.e.**, s.7

da döviz kurunun ekonomi üzerindeki etkisini hem arttırmakta hem de şirket iflaslarına ve ekonomik durgunluğa yol açarak zayıf bir finansal sistemin ortaya çıkmasına neden olmaktadır.<sup>672</sup> Bu bağlamda 1990-2000 arası dönem, gelişmekte olan ülkeler için döviz krizleri ile geçilen bir zaman dilimi olmuştur.

Hükümet tarafından fona devredilen yada iflasa zorlanan bankaların olduğu ve iflas etmediği ve hükümetçe de el konulmadığı halde, büyük bir kamu yada finansal kurum desteği almak zorunda kalan bankaların önemli bir sorun teşkil ettiği durumlarda karşımıza çıkan kriz türüne iktisat yazınında bankacılık krizleri denmektedir. 15 Eylül 2008 tarihinde Lehman-Brothers'ın iflası bunun tipik örneğidir. Ayrıca Türkiye 2000 ve 2001 ile Arjantin 1993 ve 2001 krizleri de bankacılık krizleri grubunda değerlendirilmektedir.

Son olarak, devletin tahvil ve bonolarına ait faizlerin ödeme günü geldiği halde taahhüt edilen faizi tahvil sahiplerine gününde ödeyememesi sonucu ortaya çıkan krizler de borç krizi olarak ifade edilmektedir. Günümüzde Yunanistan bu sorunla uğraşmaktadır. Borç krizindeki ülkenin varacağı nihai nokta moratoryum ilan edip borçları dondurmasıdır. Bu krizler, tanımları ve dönemleri ile birlikte toplu halde Tablo 3.13'te sunulmaktadır.

**Tablo 3.13. Özet Kriz Tablosu ve Tanımları**

| <b>Krizin Cinsi</b> | <b>Tanımı</b>                                                                                                            | <b>Dönem</b>                                                                                          | <b>Maksimum(yüzde)</b> |
|---------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------|
| Enflasyon Krizi     | Aylık ortalama fiyatların yüzde 40 ve üzerinde seyretmesi                                                                | 1500-1790                                                                                             | 173,1                  |
|                     |                                                                                                                          | 1800-1913                                                                                             | 159,6                  |
|                     |                                                                                                                          | 1914-2008                                                                                             | 9,36E+26               |
| Döviz Krizi         | Yerli paranının Dolar'a Pound'a yada günümüzde Euro'ya karşı yıllık yüzde 15 ve üzerinde değerden düşmesi (depreciation) | 1800-1913                                                                                             | 257,7                  |
|                     |                                                                                                                          | 1914-2008                                                                                             | 3,37E+9                |
| Bankacılık Krizi    | <b>a.</b> Hükümet tarafından fona devredilen yada iflas etmek zorunda                                                    | <b>b.</b> El koyma yada iflas olmamasına rağmen önemli miktarda hükümet yada finansal kuruluş desteği |                        |

<sup>672</sup>Eduardo Levy Yeyati, "Financial Dollarization: Evaluating the Consequences", **Economic Policy** January 2006, s.66-68

|            |                                                                                                                                                             |                                                                                                                                                                           |
|------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|            | kalan bankaların olması                                                                                                                                     | verilmes                                                                                                                                                                  |
| Borç Krizi | <b>a.Dış Borç Krizi:</b> vakti geldiği halde ihraç edilen hazine tahvillerine ait faizleri ödeyememesi durumu. Yunanistan'ın içinde bulunduğu mevcut durum. | <b>b.İç Borç Krizi:</b> Hem dış borç krizindeki durum geçerlidir hem de bankalardaki mevduatları dondurup ,döviz cinsinden iç borcu yerli paraya çevirmeyi kapsamaktadır. |

**Kaynak:** Carmen M.Reinhart ve Kenneth S. Rogoff, **This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly**, Princeton University Press, 2009, s.6-7 ve 11

Bu dönemler doğası gereği normal olmayan zaman dilimleri olduğu için kriz olarak nitelendirilmektedirler.Tablo3.13'teki fiyat gelişmelerine dikkatlice bakıldığında dünya'nın son yüzyılda daha önceki dört yüzyılda yaşadığının trilyonlarca kat daha fazlası fiyat artışları ile karşılaştığı görülmektedir. Bu durum artan nüfus ve sanayileşme sonrası gelir adaletsizliğiyle yakından ilgilidir.

1970'li yıllarda Türkiye'nin de etkilendiği başdöndüren parasal gelişmeler meydana gelmiştir. Zira uluslar arası iktisat 1970-1980 dönemde çok önemli değişim ve gelişimlere sahne olmuştur. Dünya ölçekli bu gelişmelerin bazıları şöyledir: <sup>673</sup>

- Sabit Kur Sistemi Bretton Woods'un 1973'de çökmesi
- 1970-1972 arasında uluslar arası likidite genişlemesi
- 1971-1973 arasında bazı paritelerin yeniden ayarlanması
- Sanayileşmiş bazı ülkelerin sabit kur sistemini terkederek dalgalı kura geçmeleri
- 1972-1973 arasında dünyada baş gösteren enflasyonist dalga
- 1973 ve 1974 yıllarında petrol fiyatlarında meydana gelen ani artış ve bunun sanayileşmiş ülkelerde meydana getirdiği stagflasyon (durgunlukta enflasyon) krizleri
- 1979-1980 arasında ikinci petrol şokunun meydana gelmesi ve reel faiz oranlarının tüm dünyada artışa geçmesi; Bu petrol şokunun

<sup>673</sup> Apak, a.g.e., s.303

sonucunda tüm dünyada 1929 Büyük Buhran'ından sonraki en ciddi resesyon dönemi yaşanmaya başlanmıştır.

Bu dönemde dışa kapalı ekonomiler olan Türkiye ve Latin Amerika için enflasyonun tek sebebi dünyada meydana gelen arz yönlü şoklar değildir ayrıca bu ülkelerin sürdürülemez hale gelen kamu kesimi açıkları da yüksek kronik enflasyonun artmasına sebeptir.<sup>674</sup> 1970-1980 arası dönemde Türkiye'nin para stoğunun GSMH oranına bakıldığında, vadesiz mevduat+dolaşımdaki paranın (M1) yüzde 17,04 olduğu görülmektedir ki bu oran kendisinden önce ve sonra bir daha yakalanamayan rekor bir seviyedir. Aynı dönemde vadeli mevduatlar da dahil edildiğinde (M2), ulaşılan sonuç yüzde 21,16' dır. Henüz döviz tevdiat hesabı olmadığı için M2Y oranı da M2 oranına eşittir (Tablo 3.14). 1989 yılında gerçekleştirilen dış finansal liberalizasyonla birlikte döviz tevdiat hesaplarındaki artış Grafik 3.4'te görülmektedir. Aynı grafikte özellikle 1994 krizinden sonra artarak devam eden bir dolarizasyon olgusu açıkça görülmektedir. Türkiye için vurgulanması gereken bir diğer önemli husus ta dar para arzı olan M1'in dönemler boyunca fazla dalgalanmadığı, genelde istikrarlı bir görüntü çizdiğiidir. Özellikle son 20 yıllık süreçte Türkiye'de yaşayan bireylerin işlem için talep ettikleri para miktarının istikrarlı bir şekilde GSMH ile aynı oranda arttığı görülmektedir. Bu para talebi oransal olarak GSMH'nın yaklaşık yüzde 6 kadarına denk gelmektedir. Bunun böyle olmasına etki eden ana unsurlardan bir tanesi bu 20 yıllık dönemde reel faizlerin enflasyon oranlarının oldukça üstünde seyretmesidir.

**Tablo 3.14.Türkiye'deki Para Stoğu/GSMH Değişimi (%)**

| Dönem            | M1/GSMH (%) | M2/GSMH(%) | M2Y/GSMH (%) |
|------------------|-------------|------------|--------------|
| <b>1950*</b>     | 11,19       | 12,46      | 12,46        |
| <b>1960*</b>     | 13,37       | 14,53      | 14,53        |
| <b>1970-1979</b> | 17,04       | 21,16      | 21,16        |
| <b>1980-1989</b> | 11,02       | 22,07      | 24,87        |
| <b>1990-1999</b> | 6,19        | 18,90      | 32,35        |
| <b>2000-2010</b> | 6,89        | 26,69      | 48,00        |

\*: Ait olduğu yılın değeridir

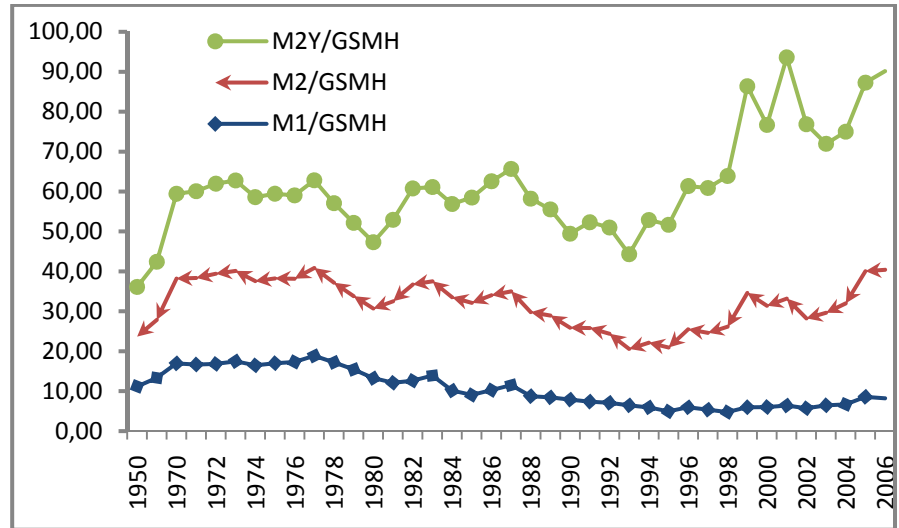
**Kaynak:** DPT ve TCMB verilerinden yazarın kendi hesaplamalarıdır

<sup>674</sup> A.e., s.308



Tablo 3.4 ayrıca enflasyonun yüksek olduğu 1970-1979 ve 1980-1989 dönemlerindeki M1 oranının, yine enflasyonun yüksek olduğu 1990-1999 dönemine oranla daha yüksek olduğunu da göstermektedir. Bu farklılık bu dönemler arasındaki GSMH artışlarının farklı olması ile açıklanmaktadır. 1990’lı yıllar yüksek enflasyona rağmen ortalama GSMH büyümesinin diğer dönemlere oranla daha yüksek olduğu bir zaman dilimidir.

**Grafik: 3.4. Yıllara Göre Türkiye’deki Para Stoğu/GSMH (%)**



Kaynak: DPT, TCMB

### 3.3.1. Türkiye’nin 1980 Öncesinde Yaşadığı Krizler

Türkiye’nin kriz deneyimleri iki gruba ayrılarak incelenebilir: Birinci grup kendi yarattığı krizlerdir. Bunlar 1994 ve 2001 krizleridir. Diğer grup ise başkasının yarattığı ve Türkiye’yi derinden etkileyen krizlerdir. 1998 Rusya krizi ve Amerika merkezli son küresel mali kriz yada diğer adıyla “mortgage krizi” buna örnektir

1980 öncesinde Türkiye’deki ekonomik kalkınma modeli ithal ikameciliğe dayalı sanayileşme stratejisidir. Bu modeli beraberinde korumacı bir dış ticaret rejimi gerektirmektedir. Kapalı ekonomiye sahip bir ülke bu modeli benimsediği zaman dış şoklar ekonomiyi ancak arz yönlü politikalarla etkileyebilir. Bu yüzden Türkiye’de

bu arz şoklarına bağlı döviz darboğazları yaşanmış olsa da IMF ile yapılan anlaşmalarla her seferinde uluslar arası kurumlardan tekrar borçlanmanın önü açılmıştır. Öyleki 1950-1980 arası dönemde Türkiye, her on yıllık dönemin sonunda bir krize girmiş ve girdiği krizlerden de IMF'nin istikrar programları ile 2-3 yıl süren bir stagflasyon dönemi yaşadktan sonra çıkabilmiştir.<sup>675</sup>

1980'den sonra ihracata dayalı kalkınma modeli çerçevesinde dışa açılan Türkiye ekonomisi artık kendisinin müdahalesi dışında da şoklarla karşılaşma noktasına geldiği için, bu tarihten sonra ülkenin yaşadığı krizlerin hem sayısında hem de şiddetinde artışlar olmuştur.

Peki batı kapitalizminin tarihinde ortalama olarak on yılda bir tekrar ettiği ortaya çıkarılan ve iktisat yazınında Juglar Dalgaları olarak bilinen bu konjonktür hareketleri nasıl oluyor da Türkiye'yi periyodik krizler yaşamak zorunda bırakmıştır. Özetle, kamu açığını finanse edemeyen hükümet, para basarak enflasyonun doğmasına; ortaya çıkan enflasyon da sabit kur rejiminde TL'nin reel olarak aşırı değerli hale gelmesine ve değerli TL ticaret açıklarının artmasına neden oluyordu. Artan dış ticaret açıklarının yarattığı döviz krizi için hükümet ithalat kısıtlamalarına gidiyor; devalüasyon yapmayı en son çare olarak düşünüyordu. Bu gelişmelere bir de dünya pazarında aleyhte işleyen dış ticaret hadleri ve kötü ürün dönemleri eklenince ihracat duracak noktaya, ithalat ise patlayacak noktaya geliyordu. Uzun vadeli borçlanamayan hazine ithalatı kısa vadeli borçlarla kapatmaya çalışıyordu. Ancak ithalat kısıtlamalarının reel ekonomiye olan olumsuz etkisine ek olarak yurtdışından kredi verenler borçlarının geri ödenemeyeceğine dair kuşkuyla; yurtiçindeki bireyler de devalüasyon beklentisine kapıldıklarında, hükümet ciddi bir borç geri ödeme baskısıyla karşılaşmakta ve bu borçlara ait faizler vaktinde ödenemeyince krizler patlak vermekteydi.<sup>676</sup>Türkiye ekonomisibu bağlamda 1980 öncesinde şiddeti ve süresi farklı olan birkaç kriz yaşamıştır.

Kendi dışında, ancak kendisini de derinden etkileyen krizlere örnek olarak 1929 Büyük Dünya Buhranı, II.Dünya Savaşı, Körfez Savaşı, Asya ve Rusya Krizleri

---

<sup>675</sup> Kazgan, **a.g.e.**, s.277

<sup>676</sup> **A.e.**, s..277-278

örnek gösterilebilir. Kendi politik hataları sonucu ortaya çıkan 1980 öncesi krizlere 1958 krizi ve devalüasyonu, 1979 krizi ve 1980 devalüasyonu örnek gösterilmektedir. Türkiye'nin kendi başına yaşadığı hemen her kriz TL'nin aşırı değerden düşmesi ile sonlanmıştır. Yani bir anlamda krizler TL'nin devalüasyonu yoluyla aşılmaya çalışılmıştır.<sup>677</sup>

**Tablo 3.15. 1978-79 Krizine Giden Yolda Ekonomik Göstergeler**

|           | Yıllık Ort. Artış (%) |      | GSMH'da Paylar |         |      |
|-----------|-----------------------|------|----------------|---------|------|
|           | GSMH                  | TEFE | İhracat        | İthalat | KKBG |
| 1975-1977 | 7,3                   | 16,6 | 4,1            | 12,6    | -6,5 |
| 1978      | 2,9                   | 52,6 | 4,4            | 8,9     | -3,3 |
| 1979      | -0,3                  | 63,9 | 3,7            | 8,7     | -7,2 |
|           | Dış Borçlar (GSMH %)  |      |                |         |      |
|           | Orta ve Uzun Vadeli   |      | Kısa vadeli    |         |      |
| 1975      | 75.8                  |      | 24,00          |         |      |
| 1976      | 57.5                  |      | 42.5           |         |      |
| 1977      | 42.1                  |      | 57.9           |         |      |
| 1978      | 48                    |      | 52,00          |         |      |
| 1979      | 73.9                  |      | 26,00          |         |      |

**Kaynak:** Gülten Kazgan, **Türkiye Ekonomisi**, s.106

1980 öncesi dönemsel gelişmelere bakıldığında tablo daha net ortaya çıkmaktadır. Birincisi, 1970 'li yıllarda döviz cinsinden borç yükünü düşük tutmak için yapılan devalüasyonlarda oran hep enflasyonun gerisinde tutularak, TL'nin reel olarak değerlendirilmesine izin verilmiştir. Örneğin 1977 ve 1978 yıllarında TL sırasıyla yüzde 17 ve yüzde 30 oranlarında değerden düşerken aynı yıllarda enflasyon yüzde 38 ve yüzde 59 olarak gerçekleşmiştir. TL, 1970-1980 dönemi boyunca ortalama yüzde 20 daha değerli tutulmuştur. TL'nin % 20 değerlendirilmesine mukabil ihracatta vergi iadesi oranı % 10.9 ile sınırlı tutulmuştur. Değerli TL ithalatı arttırırken, ihraatı azaltmıştır.

İkincisi, 1973'de Avrupa Topluluğu (AT) ile imzalanan Karma Protokol gereği gümrüklerde ihalat ürünlerine indirim uygulanmış ve ithalat üzerinden alınan vergiler

<sup>677</sup> Mahfi Eğilmez, **Küresel Finans Krizi**, Remzi Kitabevi, 2. Basım, 2010, s.70-71.

1971-1974 yılları arasında % 41'den % 27'ye çekilmiştir. Bu gelişmeden dolayı ithalat artarken ihracatı arttıran önemli bir gelişme yaşanmamıştır.

Üçüncüsü; bu dönemde Batı Avrupa'da baş gösteren “Stagflasyon Krizi” kıta Avrupa'sında yüksek oranlı işsizliği yol açmış ve bu yüzden de Türkiye'ye giren işçi gelirlerinde dönem boyunca ciddi bir azalma olmuştur.

Bu gelişmeler sonucunda ithalatın GSMH'ya oranı % 12,6ya çıkarken ihracat % 4'lerde kalmıştır. Bunun ülkeye olan negatif etkisi KKBG'ninin GSMH'nın % 6,5'ine çıkması ve sürekli artan dış borç olmuştur. Dış borçlar 1979 yılında 1975 yılına göre tam 3 kat artmıştır (Tablo 3.15). 1978 yılına kadar Avrupa Para Piyasasında düşük faizle dış borç bulabilen hükümet bu yüzden yapısal sorunlarını sürekli ertlemiştir. Ancak 1978 yılına gelindiğinde LİBOR<sup>678</sup> cinsinden risk primi artan Türkiye için dışarıdan dövizle borçlanmak imkânsız hale gelmiştir. Tüm bu olumsuz gelişmelerin ışığında 1970'lerin sonunda Türkiye, kısa vadeli dış borçları birikmiş (GSMH'nın % 52) ve vadesi geldiği halde bu dış borçlarını ödeyemeyen, dış desteği ve rezervi kalmayan bir ülke konumundadır.<sup>679</sup>

### 3.3.2. 1990 Sonrası Türkiye'de Yaşanan Krizler

1990'dan sonra Türkiye'de yaşanan krizleri daha iyi anlayabilmek için 1980'li yıllardaki gelişmelere bakmakta fayda vardır: 24 Ocak 1980 kararları ile dış ticarete liberalizasyonu gidilmesi ve 1989 yılında sermaye hareketlerine getirilen serbestlikle beraber kambiyo rejiminin serbestleşmesi, dünyaya kapalı olan Türkiye ekonomisini dışa açık bir ekonomi haline getirme yolunda atılmış önemli iki adımdır. Ancak iktisadi alt yapı, mevzuat, yasa ve reformlar henüz hazır olmadan yapılan bu çalışmalar, ilerleyen zaman içerisinde Türkiye ekonomisinde kırılganlıkların ortaya çıkmasına neden olmuştur.<sup>680</sup>

<sup>678</sup> Londra bankalar arası faiz haddine ülkelerin yada şirketlerin risk primlerine göre aldıkları riskli pozisyonu gösteren orana LİBOR denir.

<sup>679</sup> Kazgan, **a.g.e.**, s.105-107

<sup>680</sup> Kumcu, **a.g.e.**, s. 198

Bu kırılmalara bütçe cephesinden bakıldığında kayıt dışılığın, dolaylı vergilerin ve sosyal harcamalardaki savurganlığın bütçenin yüksek bir oranına tekabül ettiği ekonomide, bütçenin yani mali kesimin dışı açılım politikasına hazırlıksız yakalandığını söylenebilir. Özellikle KİT'lerin bütçe üzerindeki yükü borç sarmalının giderek büyümesine neden olmuştur. Verimsizlikleri gümrük duvarları ile kapatılan bu kamu teşebbüsleri ve diğer verimsiz özel sektör şirketleri Türkiye dışı açıldığında büyük bir sorun olarak kalmıştır.<sup>681</sup>

Finansal boyutta mesele ele alındığında ise görünen tablo özetle şöyledir: 1980'lerin başına kadar mevduat faiz oranlarını merkez bankası kendisi belirliyordu. Bundan dolayı da enflasyon oranının % 20'yi bulmasına rağmen nominal faiz hadlerinin bu oranın altında tutularak ekonomik büyümenin devam etmesi hükümetlerin merkez bankasından beklediği öncelikli hedefti. Bankaların yıllık mevduat faiz oranı % 9, hazinenin tahvil faiz oranı % 11 iken, enflasyonun % 20 olmasından dolayı reel faiz hadleri negatif düzeyde sürmekteydi (bkz. Grafik 3.1)<sup>682</sup> Reel faizler pozitif tutularak sanayi üretimi yapan özel sektöre ucuz sermaye girdisi sağlamak amaçlanmıştır. Ancak 24 Ocak kararlarından sonra mevduat faizleri serbest bırakılmıştır. Bu ortamda yüksek faiz vaadi veren düzenleme dışı kalmış kişi ve kurumlar sayıca artmış<sup>683</sup> ve gerçekleştirilemeyen yapısal tedbirsizliklerle birlikte banker skandalları patlamıştır. Batan bankerlerin borçları da yine hazineye kalmış oldu. Finans sektörünün asıl oyuncularını olan bankaların pasiflerindeki mevduatların faiz oranlarının (fiyatlarının) serbest olarak belirlenmesi, dönem boyunca bankaların birkaç defa sallanmasına neden olmuştur.<sup>684</sup>

---

<sup>681</sup> Konuya ışık tutması açısından basit bir örnek vermek gerekirse; kumaş üretimi gümrük tarifeleri ve tarife dışı engellerle yurtiçinde düşük maliyetli üretiliyor görünmesine rağmen, Türkiye sınırları kaldırıp dışı açıldığında kumaş üretim teknolojisinde düşük maliyetli teknolojileri kullanan şirketlerle rakabet etme durumu söz konusu olunca, bütçeden kumaş alımı için memura destek vermeden ucuza kumaş almak olanaksız hale gelmiştir. Haliyle bu da bütçede ciddi açıkların verilmesi anlamına gelmektedir. Yapısal hazırlıklar tamamlanmadan dışarıya açılmanın bedelini hazine sırtlamıştır. Benzer uygulamalar köylüye sağlanan ucuz gübre için de geçerlidir (bkz. Kumcu, 2001)

<sup>682</sup> Kazgan, **a.g.e.**, s.104

<sup>683</sup> Benzeri bir durum imar bankasında 1990'lı yılların ortasında yaşanmış ve 2000 yılında ancak olayın vehametinin farkına varılabildi. Dolara marka TL'ye yüksek faiz vaadi ile parası toplanan mevduatzedeler bankanın içinin boşaltıldığını geç fark ettiler. Devlet de çok geç kaldı.

<sup>684</sup> Kumcu, **a.g.e.**, s.207.

Kısacası para politikası cephesi de dışa açılım politikasına hazırlıksız yakalanmıştır. Henüz parası konvertibl olmayan, devalüasyonların sık yaşandığı, merkez bankasının fiyat istikrarı dışında her türlü kamu görevi yürüttüğü, enflasyonun çok yüksek oranlarda seyrettiği ve reel faizlerin yüksek tutulması ile yurda döviz girişinin gerçekleşmesini bekleyen sağlıklı bir ekonomik ortamda serbest sermaye hareketleri ülkenin kırılganlığını arttırmış, merkez bankasının kendi bastığı parası üzerinde kontrol kurmasına izin vermemiştir.

1990'lı yıllar bu yapısal sorunların gölgesinde geçmiştir. Bu yapısal sorunların çözümü kolay olmadığından iktidara gelen hükümetler sorunları çözmek yerine çözümü öteleyerek, günü kurtarmaya çalışmışlardır. Yeteri kadar gelir toplayamayan, ancak harcama yapmaktan geri durmayan kamu kurumları hazineye olan borçlarını zaman içinde ödeyemez duruma gelmişlerdir. Bu yüzden de ödenemeyen borçların çıkarılan kanunlarla silinmesi ve bu borçların olduğu gibi hazine ile merkez bankasına devredilmesi 1990'larda çok sık rastlanan bir uygulamadır. Yapılan borç silmelerle hazineye kalan borç yükünü gösteren tahkim<sup>685</sup> tahvilleri 1992 yılında iç borç stokunu yüzde 11 oranında arttırmıştır. Yani bir yasa ile iç borç borç stoku bir günde yüzde 11 oranında artabilmektedir. İyi yönetilemeyen bu iç brç stoku daha sonra 1994 krizine davetiye çıkarmıştır.<sup>686</sup>

1990'lı yıllar Türkiye açısından fiyat istikrarsızlıkları kadar siyasi istikrarsızlıkların da yüksek olduğu yıllar olarak tarihe geçmiştir. Yapılan çalışmalarda siyasi istikrarsızlıkların yüksek olduğu ülkelerde, hükümetlerin başta kalma süreleri kısa olduğundan bu kısa süre içerisinde reform niteliğinde ve meyvesi sonradan gelecek hükümetlerce toplanacak yapısal dönüşümlerin ya hiç yapılmadığı yada çok az yapıldığı ortaya çıkmıştır. Örneğin Türkiye'de vergi reformunu gerçekleştirmekten hükümetler ısrarla kaçınmışlardır.<sup>687</sup> Bu gibi ülkelerde hükümetler kolay yoldan

---

<sup>685</sup> Tahkim: Yerel idare ile uluslar arası bir şirketin ihtilafında Danıştay'ın devre dışı kalması ve uluslararası bir hakemin heyetinin konu hakkında karar alması demektir. Çok uluslu şirketler tahkimlerden genelde istedikleri sonuçları alırlar(Kazgan, **a.g.e.**, s.441) .

<sup>686</sup> **A.e.**, s.205-2006

<sup>687</sup> Sebastian Edwards, "Exchange Rates as Nominal Anchors", **Weltwirtschaftliches Archiv**, No. 129, 1993.

kaynak bulmak için enflasyon vergisine başvurmakta <sup>688</sup> ve halkı adeta cezalandırmaktadırlar. Türkiye’de 1990’lı yıllarda hükümetlerin yaptıkları işler köklü değişimlerden çok; günü kurtaran ancak gelecek nesli de popülist politikalar sonucunda riske atan uygulama örnekleridir.<sup>689</sup>

O halde 1990’larda ve 2000’lerin başında yaşanan krizlerin tohumları 1980’lerde atılmıştır denilebilir. Özellikle 1989 kambiyo rejiminde serbestleşmeye gidilmesi, ilerleyen dönemlerdeki krizlerin yapısal kaynağı niteliğindedir. Çünkü bu uygulama sayesinde daha önce 1980 yılında “cari hesabı” serbestleştirilen Türkiye’nin bu kez de “sermaye hesabı” serbestleştirilmiş oldu. Ortaya çıkan ödemeler dengesi sorunları bu krizlerin ana sebeplerinden olmuştur. Bu kırılgan ortamda kredi derecelendirme kuruluşları da kırılganlığı tescil edencesine puan indirimlerine gidince krizlerin ortaya çıkması kaçınılmaz olmuştur.<sup>690</sup> Çünkü uluslararası yatırımcılar ve borç verenler kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiklere notlara bakarak ülkede güven kalmadığına kanaat etmişlerdir ve planlanan uzun dönem yatırımlarından yada hazine tahvillerini satın almaktan vazgeçip portföylerini alıp ülkeden çıkmışlardır.

Tablo 3.16 Türkiye’nin yaşadığı krizler öncesinde net sermaye girişlerini göstermektedir. Buna göre 1994 krizinin kısa öncesinde (1-2 yıl öncesinde) toplam net sermaye girişi 6 milyar Dolar’ın üzerinde iken, kriz yılı bu rakam -4 milyar kadardır. Bu dönemde kısa vadeli sermaye çıkışı daha fazla olmuştur: -5,12 milyar Dolar. Krizin uzak öncesi (3-4 yıl öncesi) yıllık ortalama sermaye girişi yine 4,3 milyar Dolar kadardır. 2000 Kasım krizinde kriz yılı içinde toplam net sermaye girişi 15 milyar Dolar iken bir yıl içinde bu rakam -10 milyar Dolar’a gerilemiştir. Çıkan sermaye 25 milyar Dolar kadardır. Yine 2000 yılı içinde kısa vadeli sermaye girişi 4,6 milyar Dolar iken bir yıl içinde bu rakam -3,90 milyar Dolar’a düşmüştür. 8,5 milyar Dolar kısa vadeli sermaye çıkışı yaşanmıştır. Kısacası 2000 ve 2001 yıllarındaki krizden dolayı Türkiye toplam 25 milyar Dolarlık bir sermayeden

<sup>688</sup> Sebastian Edwards, “The Political Economy Of Inflation And Stabilization In Developing Countries”, **Economic Development And Culture Change**, Vo.42, No.2, 1994.

<sup>689</sup> Çağlar, a.g.e., s.148-149.

<sup>690</sup> A.e.,

mahrum kalmıştır. Bunun 15 milyar Dolar kadarını ülkeye gelen potansiyel sermaye oluştururken, 10 milyar Doları'nı da ülkeden çıkan sermaye oluşturmaktadır.

**Tablo 3.16. Türkiye'nin Yaşadığı Krizler Öncesinde Sermaye Akımları (Milyar Dolar)**

| Krizin Yaşandığı İlk Yıl | Toplam Sermaye (Net) |                         |                         | Kısa vadeli sermaye (Net) | Portfolyo Yatırımları |
|--------------------------|----------------------|-------------------------|-------------------------|---------------------------|-----------------------|
|                          | Kriz Yılı            | 1-2 yıl önce (ortalama) | 3-4 yıl önce (ortalama) |                           |                       |
| <b>1994</b>              | -4,19                | 6,34                    | 4,34                    | -5,12                     | 1,15                  |
| <b>2000</b>              | -10                  | 15                      | NA                      | 4,6                       | 6,8                   |
| <b>2001</b>              | -10                  | 2,50                    | 5,50                    | -3,90                     | -8,50                 |

**Kaynak:** Worldbank; Gülten Kazgan, **Tanzimat'tan 21.Yüzyıla Türkiye Ekonomisi**, Bilgi Üniversitesi Yayınları, 4. Baskı, İstanbul, 2009, s.168;

Sermaye akımlarının krizle ilişkisi diğer ülke grupları ile karşılaştırmalı olarak Tablo 3.17'de yer almaktadır. Tablo 3.17 şiddetli kriz yaşayan ülkelerin kriz yılı, krizden önceki iki yıl ve dört yıl için (2 ve 4 yıl için yıllık ortalamalar alındı) net özel sermaye girişlerinin GSYİH içindeki paylarını göstermektedir. GSYİH'nın % 3 ü net sermaye girişleri için referas kabul edilirse, tablodaki ondört kriz vakasının sadece altısında kriz yılı esnasında, yedisinde ise krizden önceki 1-2 ve 3-4 yıllarında bu oranın üzerinde sermaye girişleri görülmektedir. Krize giden yıllarda ya da kriz yıllarında toplam 14 olayın dokuzunda %3 lük sermaye giriş eşiği aşılmıştır. Net özel sermaye girişleri bu ülkelerin sadece dördünde (altı farklı olayda) krize giden yıllarda ani artışlar göstererek %3'lük eşiği aşmıştır. Sadece dört ülkede ise kriz yılında net sermaye girişleri çarpıcı olarak artmıştır. Tablonun son sütunu kriz yılı süresince kısa vadeli borç stoğunun ihracata oranını göstermektedir. Bu oran, verileri bilinen onüç olayın altısında %50'yi, onbirinde ise %30'u aşmıştır. Kriz yılında beş farklı ülkede hem net özel sermaye girişlerinin GSYİH'ya oranı %3 eşiğini aşmış hem de kısa vadeli borç stoğunun ihracata oranı %50 sınırını aşmıştır. Bu da her üç olaydan birinde bu iki durumun sağlandığını gösterir ki genelleme yapmak için yeterli



değildir. Bu karşılaştırmalı tablo, bankacılık krizleri birlikte ele alınarak genişletilebilir.<sup>691</sup>

**Tablo 3.17. Sermaye Girişleri ve Finansal Krizler (%)**

| ÜLKE( finansal sıkıntılarının yaşandığı ilk yıl) | NET ÖZEL SERMAYE GİRİŞLERİ/GSYİH |                         |                         | KISA VADELİ BORÇ STOKU/İHRACAT |
|--------------------------------------------------|----------------------------------|-------------------------|-------------------------|--------------------------------|
|                                                  | Kriz Yılı                        | 1-2 yıl önce (ortalama) | 3-4 yıl önce (ortalama) | Kriz Yılı                      |
| Arjantin (1980)                                  | 4,52                             | 4,31                    | 1,52                    | 92,70                          |
| Arjantin(1989)                                   | 0,40                             | 0,89                    | 2,28                    | 70,80                          |
| Arjantin (1995)                                  | 3,23                             | 4,29                    | 2,00                    | 35,90                          |
| Şili (1981)                                      | 11,77                            | 9,14                    | 6,20                    | 53,20                          |
| Meksika (1982)                                   | 4,62                             | 5,01                    | 4,13                    | 85,20                          |
| Meksika (1994)                                   | 4,92                             | 3,89                    | 3,48                    | 50,40                          |
| Venezuela (1994)                                 | 0,23                             | 2,07                    | 1,90                    | 19,30                          |
| Malezya (1995)                                   | 2,52                             | 10,37                   | 16,42                   | 15,10                          |
| Filipinler (1981)                                | 2,52                             | 2,59                    | 4,11                    | 106,60                         |
| Tayland (1983)                                   | 1,90                             | 2,96                    | 4,05                    | 35,90                          |
| Tayland (1997)                                   | 7,30                             | 4,52                    | 4,95                    | 49,9*                          |
| Güney Afrika (1995)                              | -0,81                            | 0,70                    | 0,31                    | Veri yok                       |
| Türkiye (1985)                                   | 0,15                             | 0,48                    | 0,22                    | 36,20                          |
| Türkiye (1991)                                   | 0,71                             | 1,69                    | 2,65                    | 35,30                          |

**Kaynak:** World Bank, Global Development Finance 1998, **aktaran:** John Williamson ve Molly Mahar, **Finansai Liberizasyon Üzerine bir İnceleme**, çeviren Güven Delice, Liberte Yayınları, 2002, s.99

### 3.3.2.1. Türkiye 1994 Krizi

5 Nisan 1994 Krizi, 1978-1980 arası yaşanan döviz krizinden sonra ülkede yaşanan ilk ciddi kriz olmasından ötürü önem arzetmektedir. 1984-1989 yılları arasında yaşanan genişleme döneminden sonra, 1990'lı yılların başında meydana gelen Körfez Krizi ile İran-Irak savaşlarının olumsuz etkisi Türkiye'nin önemli ihracat pazarlarını sekteye uğratmıştır. Bu sıkıntılara rağmen merkez bankası 1990-1992 döneminde iki kez para

<sup>691</sup> Ilan Goldfajn ve Rodrigo O. Valdes, "Capital Flows and the Twin Crises: The Role of Liquidity", **IMF Working Paper**, No. 87, 1997, s.4

programı ilan etmiştir. Merkez bankası bilançosunu düzeltmeye yönelik bu girişimleri sonuç vermeden 1993 yılı sonunda ve 1994 yılı başında bir mali çalkantı yaşanmıştır. Bu çalkantıdan dolayı kamu finansman ihtiyacının merkez bankasınca karşılanması ve eş zamanlı olarak hazinenin yaptığı ihalelerin iptal edilmesi piyasalarda ciddi likidite artışlarına yol açmıştır. Fiyatlara etkisini azaltmak için döviz satışına başlanmıştır. Fakat faizlerin piyasa şartlarına göre hareket etmemesi kurlar üzerinde baskı yaratmıştır.

1994 krizi öncesinde Türkiye'nin Asya ve Meksika krizlerindeki gibi bir döviz kuru politikası olmamasına rağmen, yönlendirilen dalgalanma (managed float) politikası ile TL bilinçli olarak yüksek değerde tutulmaya çalışılıyordu. Ancak nominal ve reel kur arasındaki makas açıldıkça bir krize sürüklenme olasılığı artmaktaydı. Çünkü kuru korumak adına merkez bankasının yapacağı müdahalelerin de bir nihai noktası vardı ve bu nokta merkez bankasının döviz rezervlerinden fazla olamazdı.

Sermaye serbestisi ortamında bankaların açık pozisyonları şişmiş ve merkez bankası rezervleri hızla erimeye başlamıştır. Piyasalarda oluşan büyük dalgalanmalar devalüasyon ve IMF ile yapılan Stand-By anlaşması ile aşılmaya çalışılmıştır.<sup>692</sup>

Ayrıca bu dönemde dünya ekonomisinin de konjonktürel olarak daralma sürecinde olması, bütçe açıklarının sürdürülemez boyutlara ulaşması (faiz dışı bütçe dengesinin de negatif olması) ve izlenen değerli kur politikası ülkeyi 1994 krizine sürüklemiş ve 5 Nisan'da hükümetin acil bir eylem paketi sunmasını zaruri kılmıştır.<sup>693</sup> Açıklanan eylem planı kısa vadede enflasyonu düşürüp mali piyasalarda, dış açıktaki bütçe açığında ve döviz kurunda denge sağlayıp; yapısal çözümler yoluyla orta ve uzun vadede sürdürülebilir bir büyüme hedefini yakalamak şeklinde olmuştur.<sup>694</sup>

5 Nisan kararlarının bir diğer hedefi de; yüksek oranlı bir devalüasyondan sonra, enflasyon oranını kurun artış değerinin üstünde tutarak kontrollü bir kur artışına izin vermektir.<sup>695</sup>

<sup>692</sup> Erçel, *Türkiye'de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri*, 1996.

<sup>693</sup> Eroğlu, *Türkiye'de İktisat Politikalarının Gelişimi (1923-2003)*, s.8

<sup>694</sup> Ekin Tokgöz Gür, "Kredi Kanalı'nın Etkin Çalışması ve Türkiye Uygulaması, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, **TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü**, Ankara, 2003, s.56

<sup>695</sup> Bahçeci, *a.g.e.*, s.75

Ancak 5 Nisan kararları ile sistem tekrar işlevsel hale getirilmeye çalışıldı ise de ardı ardına gelen genel ve yerel seçimler buna imkân tanımamıştır. Bu yüzden de 5 Nisan kararları büyük ölçüde uygulanamamıştır.

Krize giden süreçte Tablo 3.18’de yer alan makroekonomik temel göstergelere bakıldığında durum daha net ortaya çıkmaktadır:

**Tablo 3.18. Türkiye’nin 1980-1994 Arası Çeşitli Makroekonomik Göstergeleri**

| YIL                    | BÜYÜME (%)   | TÜFE YIL SONU (%) | ÜFE YIL SONU (%) | FDF/GSYİH (%) | M1 PARA ARZI /GSYİH (%) | BÜTÇE AÇIĞI /GSYİH (%) | FAİZ DİŞİ FAZLA DEĞİŞİMİ (%) |
|------------------------|--------------|-------------------|------------------|---------------|-------------------------|------------------------|------------------------------|
| 1980                   | 4,81         | 93,7              | 94,7             | -2,45         | 5,08                    | 3,00                   | 86,3                         |
| 1981                   | 3,09         | 27,1              | 25,6             | -0,41         | 6,78                    | 1,20                   | -64,9                        |
| 1982                   | 4,21         | 26,3              | 24,8             | -0,53         | 5,17                    | 1,35                   | 46,0                         |
| 1983                   | 7,11         | 37,1              | 40,1             | -0,06         | 5,25                    | 1,57                   | 45,3                         |
| 1984                   | 4,30         | 49,7              | 53,5             | -0,31         | 4,18                    | 2,29                   | 430,6                        |
| 1985                   | 6,76         | 44,2              | 38,2             | 0,46          | 3,66                    | 1,45                   | -79,2                        |
| 1986                   | 9,81         | 30,7              | 24,5             | 0,34          | 3,73                    | 2,26                   | -32,4                        |
| 1987                   | 1,45         | 55,1              | 48,9             | -0,11         | 3,96                    | 3,13                   | 339,5                        |
| 1988                   | 1,63         | 75,2              | 69,7             | 0,87          | 3,47                    | 2,99                   | -436,1                       |
| 1989                   | 9,37         | 68,8              | 68               | 0,33          | 3,68                    | 3,26                   | -32,3                        |
| 1990                   | 0,35         | 60,4              | 48,6             | 0,56          | 3,58                    | 2,97                   | -10,4                        |
| 1991                   | 6,40         | 71,1              | 59,2             | -1,47         | 3,38                    | 5,25                   | -1492,8                      |
| 1992                   | 8,14         | 66                | 61,4             | -0,64         | 3,37                    | 4,29                   | -24,4                        |
| <b>1993</b>            | <b>-6,08</b> | <b>71,1</b>       | <b>60,3</b>      | <b>-0,84</b>  | <b>3,18</b>             | <b>6,66</b>            | <b>143,6</b>                 |
| 1994                   | 7,95         | 125,5             | 149,6            | 3,81          | 3,00                    | 3,88                   | -948,0                       |
| 1995                   | 7,12         | 78,9              | 65,6             | 3,36          | 2,68                    | 4,01                   | 77                           |
| 1996                   | 7,38         | 79,8              | 84,9             | 1,79          | 2,59                    | 8,23                   | 1                            |
| Ortalama               | 4,78         | 62,39             | 59,85            | 0,28          | 3,93                    | 3,40                   | 68                           |
| Değişkenlik Katsayısı* | 0,83         | 0,41              | 0,51             | 5,58          | 0,28                    | 0,56                   | 6,82                         |

\*: Değişkenlik Katsayısı=standart sapma/ortalama

**Kaynak:** DPT, Sosyal ve Ekonomik Göstergeler (1950-2010).

Tabloya göre, 1989-1993 arasındaki dönemde merkezi yönetim bütçe açıkları bir yıl hariç sürekli artmıştır. 1990 yılında % 2,97 olan bütçe açığı 1993 yılında % 6,6 ya çıkarak yaklaşık 2,5 kat artmıştır. İç borç stoğu da 1989 yılından beri sürekli

yükselerek, 1993 yılında GSYİH'nın % 15'ine ulaşmıştır. 1993 yılında iç borç stoku yüzde 15,37'ye ulaşmıştır. Tablo 3.19'a bakıldığında iç borç ortalamasının 1980-1995 dönemi boyunca dış borç ortalamasından düşük olduğu ancak toplam borç stokunun 1989-1993 dönemi boyunca sürekli artarak %25,24'ten %40,05'e çıktığı görülmektedir. Toplam borç stoku 1993 yılında zirve yapmıştır. Bunun en büyük sebebi aynı dönemde artan bütçe açıklarıdır. Dış borç yükü için de benzer tablo geçerlidir. Bu dönemde kamu sektörü borçlanma gereği (KSBG) sürekli artarak 1990-1993 arası dönemde GSYİH'nın %8'inden % 12'sine yükselmiştir (Tablo 3.19). Ayrıca iç borçlanmanın getirdiği faiz yükü de 1990'dan sonra verilen bütçe açıklarının en temel nedenini oluşturmaktadır. Bütçe açığının en önemli bileşenlerinden biri olan toplam borç faiz ödemelerinin GSMH'ya oranı 1987 yılında % 3 iken, 1994 yılına gelindiğinde bu oran % 7,7 seviyesine yükselmiştir (Grafik 3.5)

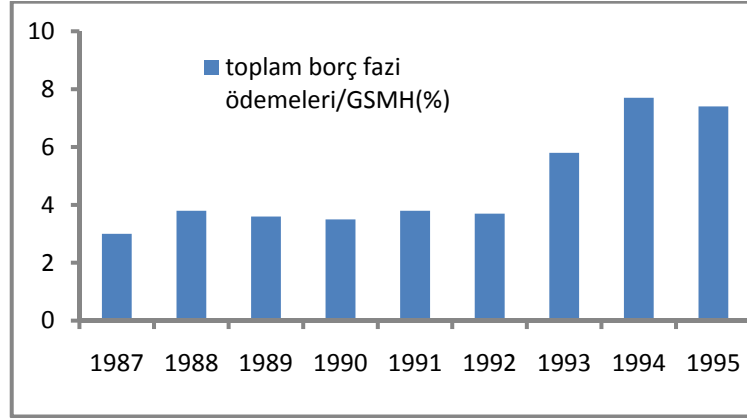
**Tablo 3.19. 1985-1995 Arası Borç Stoku ve Borçlanma Gereği**

| YIL                        | İÇBORÇ<br>STOKU/GSYİH(%) | DIŞ BORÇ<br>STOKU/GSYİH (%) | TOPLAM BORÇ<br>STOKU /GSYİH(%) | KSBG/G<br>SYİH(%) |
|----------------------------|--------------------------|-----------------------------|--------------------------------|-------------------|
| 1985                       | 15,31                    | 18,35                       | 33,66                          | 4,2               |
| 1986                       | 17,14                    | 21,41                       | 38,55                          | 4,0               |
| 1987                       | 16,38                    | 23,17                       | 39,55                          | 5,5               |
| 1988                       | 13,72                    | 17,44                       | 31,16                          | 4,9               |
| 1989                       | 10,82                    | 14,42                       | 25,24                          | 5,2               |
| 1990                       | 11,53                    | 16,35                       | 27,88                          | 7,4               |
| 1991                       | 13,22                    | 16,53                       | 29,75                          | 10,2              |
| 1992                       | 13,41                    | 17,06                       | 30,48                          | 10,6              |
| <b>1993</b>                | <b>15,37</b>             | <b>24,68</b>                | <b>40,05</b>                   | <b>12,0</b>       |
| 1994                       | 13,04                    | 19,83                       | 32,87                          | 7,9               |
| 1995                       | 15,86                    | 17,59                       | 33,45                          | 5,0               |
| Ortalama                   | 14,16                    | 18,80                       | 32,97                          | 7,27              |
| Değişkenlik<br>katsayısı * | 0,14                     | 0,17                        | 0,15                           | 0,39              |

\*: Değişkenlik Katsayısı=standart sapma/ortalama

**Kaynak:** Hazine Müsteşarlığı, DPT, TCMB

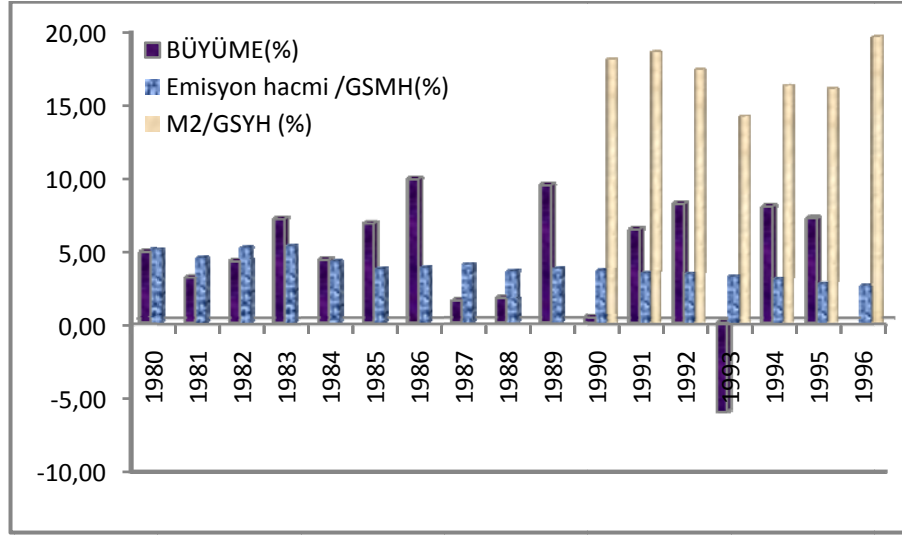
**Grafik 3.5. Faiz Ödemeleri /GSMH(%)**



**Kaynak:** Sema Bahçeci, “Ortodoks ve Heterodoks İstikrar Programları: Seçilmiş Ülke Örnekleri ve 1994 Türkiye Deneyimi”, **DPT Uzmanlık Tezi**, Temmuz,1997, s.86

Bu dönemde dikkat çekilmesi gereken bir diğer husus ta Grafik 3.6’da gösterilen en geniş tanımlı para arzının (M2) artış hızının (GSMH’ya oran olarak), reel büyüme hızı ve emisyon hacmi artış oranının toplamından büyük olmasıdır. Yani, merkez bankasının bastığı paranın ve bankaların yarattığı kaydi paranın toplam artış hızı nominal büyüme oranından fazladır. Bunun ekonomiye yansıması da %70 seviyesine çıkan ortalama enflasyon oranıdır. Tablo 3.18’de ekonomik göstergelerin ilgili zaman dilimi içindeki oynaklık düzeyini ortaya koyan değişkenlik katsayısına bakıldığında büyümedeki oynaklığın enflasyona göre 2 kat daha fazla olduğu, yani fiyatların yüksek düzeylerde kronikleşmeye başladığı, buna karşın büyümenin oldukça istikrarsız olduğu ortaya çıkmaktadır. Bütçe açığı için hesaplanan değişkenlik katsayısı 0,56 dır. Bu katsayıya göre bütçe açığı enflasyondan fazla, büyümeden ise daha az değişkenlik göstermektedir. Yine Tablo 3.19’dan iç ve dış borcun değişkenlik katsayılarının da oldukça düşük olduğu görülmektedir. Yani dönem boyunca istikrarlı bir borçlanma sürecine girilmiştir.

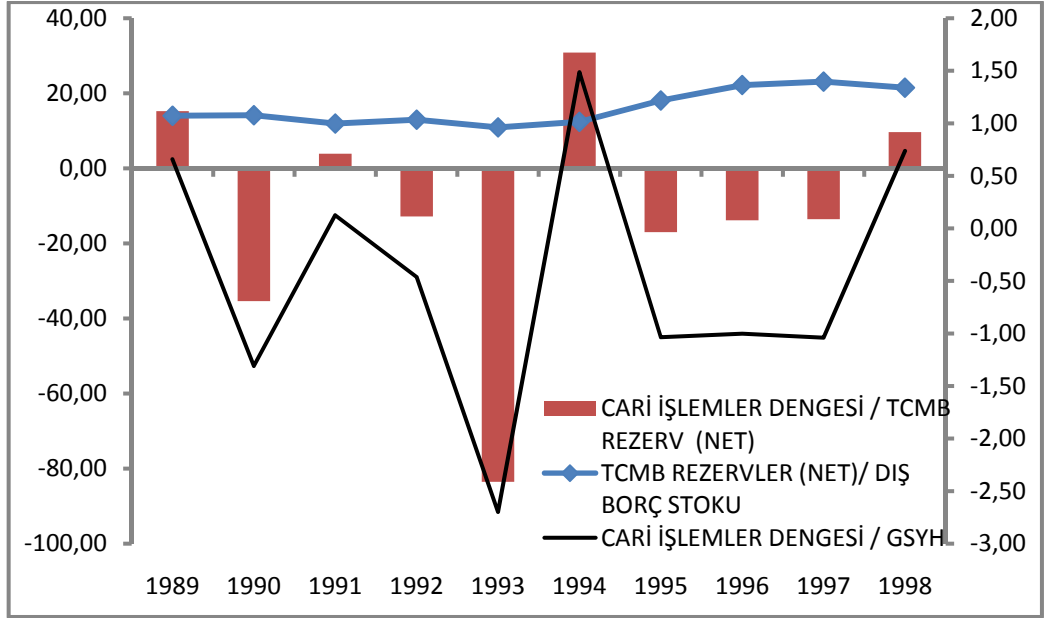
**Grafik 3.6. 1994 Krizi Öncesi Parasal Genişleme ve Büyüme İlişkisi**



**Kaynak:** DPT

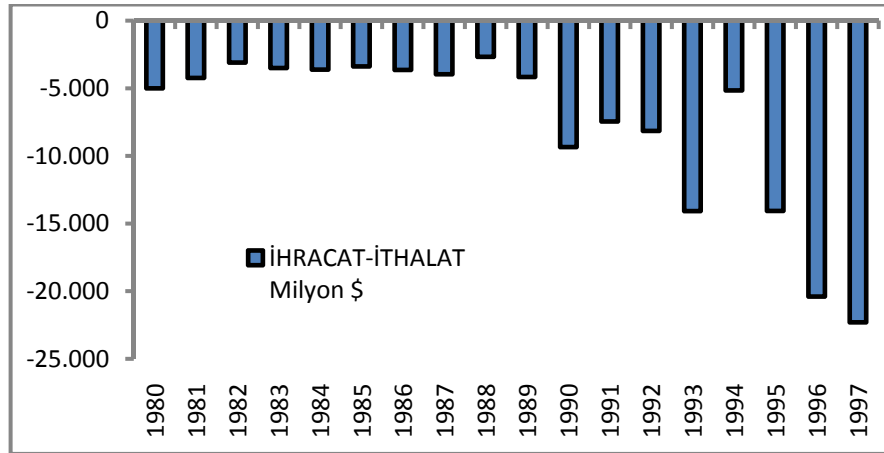
1994 krizi öncesi cari işlemler dengesinin (CA), GSYİH'ya oranına bakıldığında, 1989-1992 arasında istikrarlı bir şekilde dönem boyunca % 0,66 ile -% 0,46 arasında hareket ettiği ancak 1993 yılında sıçrama yaparak -% 2,70'e çıktığı Grafik 3.7'den görülmektedir. Aynı dönemde CA'nın merkez bankası rezervlerine oranı oynak bir seyir izlemekte, 1991-1993 yılları arasında azalan bir eğilim izleyerek - % 83'ten 1994 yılında % 30 seviyesine çıkmaktadır. Bir yılda % 110'dan fazla artış göstermektedir. Ayrıca o dönemde Türkiye'de yönlendirilen kur politikası (managed float) mevcuttu. Sermaye girişleri ile aşırı değerlenen Türk Lirası, dış ticaret açığının ortaya çıkmasına neden olmuştur. Ortaya çıkan ticaret açıkları sermaye hesabı yoluyla kompanse edilsin diye yerli paranın nominal olarak aşırı değerlenmesine izin verilmekteydi. Bu kısır döngünün yol açtığı dış ticaret açığı Grafik 3.8'de gösterilmektedir. 1988-1993 yılları arasında dış ticaret açığı (ihracat-ithalat) sürekli artarak 1993 yılında -14 milyar Dolar olmuştur. Özetle, kriz öncesinde merkez bankası rezervleri CA'yı karşılayabilecek noktadan çok uzakta durmaktadır.

**Grafik 3.7. 1989-1998 Dönemi Cari İşlemler ve TCMB Rezervleri Dengesi**



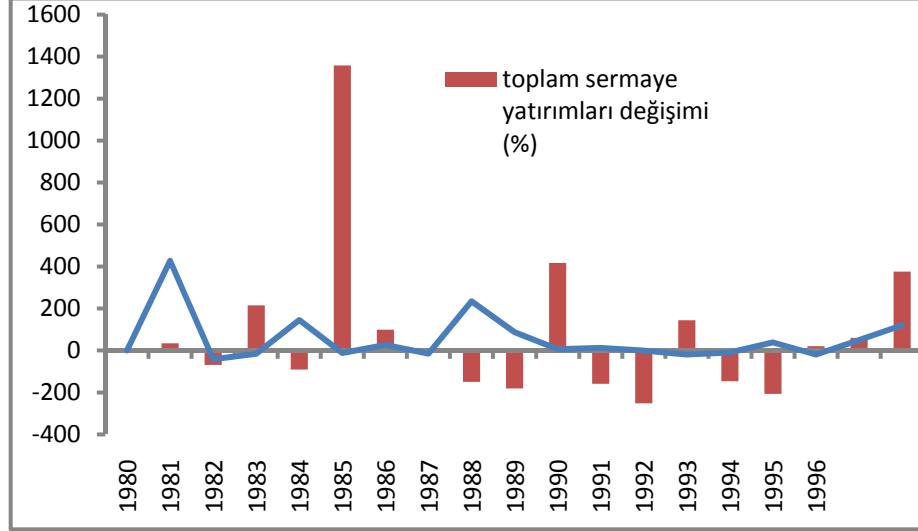
**Kaynak:** Hazine Müsteşarlığı

**Grafik 3.8. 1980-1996 Dönemi Türkiye'nin Dış Ticaret açığı**



**Kaynak:** DPT, Temel Ekonomik Göstergeler

**Grafik 3.9. 1980-1996 Dönemi Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Değişimi (%)**



**Kaynak:** DPT, Sosyal ve Ekonomik Göstergeler (1950-2010).

Kriz öncesi dikkat çekilmesi gereken önemli hususlardan birisi de 1989 yılından sonra hızlanan sermaye girişleridir. Grafik 3.9'dan görüldüğü gibi 1989 yılındaki sermaye liberalizasyonundan sonra ülkeye gelen toplam sermaye yatırımlarında patlama yaşanmıştır. 1990-1991 yılları arasında azalarak artan toplam net sermaye girişi, 1992-1993 döneminde artarak artmış ve krizden önceki yıl zirve yapmıştır. Krizden sonraki yıl toplam sermaye yatırımları % 200 oranında azalmıştır. 1991 yılında toplam sermaye yatırımlarında meydana gelen % 150'lik negatif düşüşün arkasında o yıl meydana gelen Körfez Savaşı vardır. Bu savaş yüzünden artan belirsizlik, yurtiçi bankaları dışarıdan sendikasyon kredisi bulmaya zorlamıştır.<sup>696</sup> Bu sendikasyon kredileri bankaların açık pozisyonlarını beş yılda 5,1 milyar Dolar arttırmıştır. Açık pozisyonlar 1988 de -0,2 milyar Dolar iken, 1993 yılında 4,9 milyar dolar seviyelerine ulaşmıştır (Tablo 3.20). 1991-1993 yılları arasında ise açık pozisyonu tam dört kat artarak 1,1 milyar Dolar'dan 4,9 milyar Dolar'a ulaşmıştır. Buna bağlı olarak bankaların döviz yükümlülüklerinin toplam yükümlülükler içindeki payı Grafik 3.10'da görüldüğü üzere 1990'nın ikinci yarısından itibaren sürekli artmıştır. Bankaların 1994 yılında % 70 düzeyinde döviz yükümlülükleri

<sup>696</sup> Kadir Eser, "1994 Finans Krizi ve Finans kesiminde reform Arayışları", **İşletme ve Finans**, Eylül, 1995, sayı:14, s.50-55



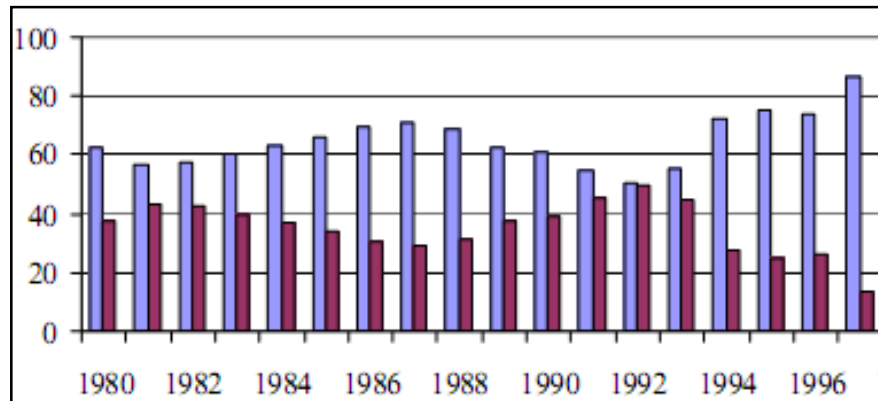
mevcuttur. Bu yüzden krize giden süreçte ülkedeki dolarizasyon derecesi sürekli artmıştır. Dolarizasyon derecesi olan döviz tevdiat hesaplarının M2 para arzına oranı 1992, 1993 ve 1994 yıllarında sürekli artarak sırasıyla %37, %43 ve %47 olarak gerçekleşmiştir.<sup>697</sup>

**Tablo 3.20. Türk Bankacılık Sektöründe Toplam Açık Pozisyon (1988-1993)**

| Yıl  | Açık Pozisyon |
|------|---------------|
| 1988 | -0.250        |
| 1989 | -0.720        |
| 1990 | 2.020         |
| 1991 | 1.140         |
| 1992 | 3.190         |
| 1993 | 4.970         |

**Kaynak:** Kadir Eser, “1994 Finans Krizi ve Finans kesiminde Reform Arayışları”, **İşletme ve Finans**, Eylül, 1995, sayı:14 ‘den aktaran Ömer Emirkadı, “Gelişmekte olan Ülkeler ve Parasal Kriz Teorileri Üzerine Bazı Değerlendirmeler”, **Sosyo Ekonomi**, Temmuz-Aralık 2005, No.2, ss.36-62, s.52

**Grafik 3.10. Döviz Yükümlülüklerinin Toplam Yükümlülükler İçindeki Payı (%)**



**Kaynak:** Burcu Bilir, “Finansal Serbestleşmenin Para Politikaları Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği”, Basılmamış Doktora Tezi, İzmir, 2006, s.225.

<sup>697</sup> Gökhan Karabulut, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, Der Yayınları, İstanbul, 2002, s.125.

Kısacası, 1994 krizine gidilirken bozulan göstergelerden biri de bankaların açık pozisyonlarıdır. Ancak Merkez bankası yaşanan bu belirsizlik ortamında 1991 yılında parasal bir program ilan etmek yerine döviz piyasalarındaki istikrara ve rezerv paradaki büyümeye önem vermiştir.<sup>698</sup>

1994 yılına girildiğinde iç borç yükü kabaran hükümet düşük faizle borçlanmak için bono ve tahvil arzını kısıtlamış, 1993 Eylül ve 1993 Ekim aylarında yapılması gereken ihaleler ardı ardına iptal edilmiş ve kısa vadeli borç tekliflerinin çok azını kabul etmiştir. Bunun yerine bir kez daha merkez bankasına borç için mürakat edilmiştir. Ancak merkez bankası kanununa göre hazineye verilen avans miktarı bütçenin % 15'ini geçmemeli ve yılsonunda geri ödenmelidir. Bu kotayı çoktan dolduran hükümet 1993 yılında çıkarttığı bir kararname ile birikmiş olan 13,6 trilyon TL'lik borcunu tek kalemde silmiştir.<sup>699</sup> Bu hengâmede merkez bankasından yine avans alma yoluna gidilmiştir.<sup>700</sup> Ayrıca, cari işlemler ve bütçe açığı kritik eşiklere ulaşınca kredi derecelendirme kuruluşları ardı ardına not düşürmelerine gitmiş ve bu kötü haberler piyasalarda olumsuz bir hava yaratmıştır. Dövizle kaçış yaşanırken, spekülâtif ataklar da peşi sıra gelmiştir. Gecelik faizler Mart ayında %1000'i geçmiş ve açık pozisyonları nedeniyle üç ufak banka iflas etmiştir. Piyasaların yükselen ateşinin düşmesi, hükümetin mevduatlara % 100 garanti vermesi ve bileşik faizlerin %400'leri bulması ile ancak mümkün olabilmıştır.

Bu gelişmeler üzerine hükümet 5 Nisan 1994'te bir istikrar programı açıklamıştır. 5 Nisan kararları olarak da bilinen bu istikrar programı ortodoks ve heterodoks politikalar karması şeklinde tasarlanmıştır. Bu kararlara göre önce sıkı maliye ve para poltikası izlenecek, akabinde ise memur ücret artışları baskılanacak ve KİT ürünlerinin dondurulması söz konusu olacaktı.<sup>701</sup> Bu istikrar programından kısa süre sonra IMF ile anlaşmaya gidilerek kısa vadede kullanılmak üzere 800 milyon

<sup>698</sup> TCMB, Yıllık Rapor 1992, s.36-37

<sup>699</sup> Eroğlu, **Türkiye'de Parasal Kesim ve Merkez Bankası İşlemlerinin Analizi**, s.97

<sup>700</sup> O.Celasun, "The Currency Crisis In Turkey", **World Bank Development Research Group Working Paper**, No:1917, 1998, s.10'dan **Aktaran:** Karabulut, **a.g.e.**, s.128

<sup>701</sup> Bahçeci, **a.g.e.**, s.22.

Dolarlık kaynak sağlanabilmiştir.<sup>702</sup> Bu gelişmeler akabinde 1994 yılında reel büyüme -%6,5 olarak gerçekleşmiş, enflasyon oranı da % 125'leri bulmuştur.

Hükümetin 5 Nisan kararları ile ulaşmak istediği hedefler ve bu hedeflenen makroekonomik değişkenlerin gerçekleştirmeleri Aralık 1994 sonu itibari ile Tablo 3.21'de gösterilmektedir. Hükümetin KİT fiyatlarını dondurma politikasının bütçe açığı olarak yine kendisine geri döndüğü tabloda açıkça görülmektedir. Tabloda hedeflenen bütçe açığından %700 gibi büyük bir oranda sapma olduğu da görülmektedir. Ayrıca TÜFE'de yüzde %200 ve emisyon hacminde % 40 sapma olduğu, yine tablodan net olarak görülmektedir. IMF ile anlaşma şartı olduğu için Net İç Varlıklar hedefi tama yakın oranda tutturulmuş, MB döviz rezervi ise hedeflenen değerin üstünde gerçekleşmiştir.

**Tablo 3.21. IMF Performans Kriterleri ve Gerçekleşmeler (Trilyon USD)**  
**31 Aralık 94**

|                                         | Hedef <sup>a</sup> | Gerçekleşme | Sapma (%) |
|-----------------------------------------|--------------------|-------------|-----------|
| Konsolide Bütçe açığı                   | 19,00              | 152,00      | +700      |
| TÜFE                                    | 11,00              | 23,00       | +200      |
| Dolar Kuru(Aylık Ortalama)              | 38000,00           | 37407,00    | -5        |
| MB Rezervleri (Milyon USD) <sup>b</sup> | 1000,00            | 3066,00     | +200      |
| MB Net İç Varlıklar                     | 293,00             | 271,00      | -10       |
| Emisyon Hacmi                           | 90,00              | 120,00      | +40       |
| Rezerv Para                             | 164,00             | 185,70      | +10       |
| M1                                      | 187,00             | 239,00      | +45       |

(a) Hedeflerin üst limitleri alınmıştır

(b) 31 mart 1994 tarihindeki 4613 milyon USD'lik net uluslar arası rezervlere göre kümülatif değişim.

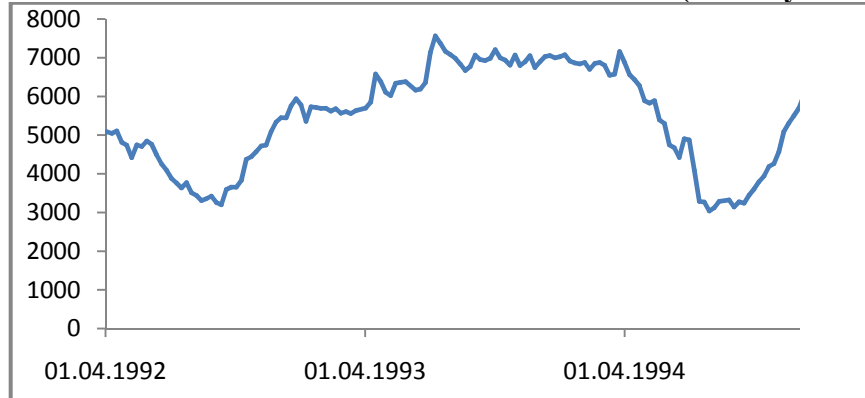
**Kaynak:** DPT'den Aktaran: Sema Bahçeci, "Ortodoks ve Heterodoks İstikrar Programları: Seçilmiş Ülke Örnekleri ve 1994 Türkiye Deneyimi", **DPT Uzmanlık Tezi**, Temmuz,1997, s.99.

Özetle 1994 Krizi ya da diğer adıyla Nisan Krizi, değerli kur politikasının etkisi ve hükümetin borçlanma vadesini ve faiz oranlarını değiştirmek istemesi sonucu meydana gelmiş bir döviz krizidir. Hükümet kısa vade-yüksek faiz politikasından düşük faiz-uzun vade politikasına geçmek istemiştir. 1994 yılının ilk ayından krizin

<sup>702</sup> Karabulut, a.g.e., s.129

patlak verdiği nisan ayına kadar geçen sürede Tür Lirası, Dolar karşısında önemli oranda değer yitirmiştir. Ayrıca piyasalarda oluşan fazla likidite, değerli kur politikasının etkisiyle, devalüasyon beklentilerini arttırınca, Merkez bankası kur politikasını sürdürmek için piyasalara döviz satmaya başlamıştır. Merkez bankası kur politikasını sürdürmenin karşılığında, bu operasyonlar sonucunda toplam döviz rezervlerinin yarısından fazlasını kaybetmiştir (Grafik 3.11).<sup>703</sup> Ancak gene de MB döviz kurunu sabitlemeyi başaramamıştır. Çünkü spekülâtörler merkez bankasının kuru korumak için elinde ne kadarlık rezervi olduğunu ve dolayısıyla da kura yapılacak müdahalenin sınırlı olacağını biliyorlardı. Bu yüzden de döviz taleplerini geri çekmeden ısrarla MB'nın sabrını test ederek kazandılar. Daha önce kısaca anlatılan birinci kuşak kriz modellerinin kriz göstergeleri kendini göstermiş<sup>704</sup> kurun yeniden ayarlanması, TL' nin değerininin düşürülmesi (devalüasyon), zorunlu hale gelince de kriz ortaya çıkmıştır.<sup>705</sup> TL 4 ay gibi kısa bir sürede % 175 kadar değer kaybetmiştir. 1993 yılında % 70 lerde olan gecelik faizler 1994 yılında % 700'leri görmüştür. Bu faizler yüzünden hazine kamu açığını kapatmak için piyasadan borçlanamaz hale gelmiştir. Bu yüzden de 1994 krizinden sonra faiz oranlarının yukarıya daha fazla tırmanmaması için, bütçenin finansman biçiminde radikal değişikliğe gidilerek merkez bankası kaynakları ile bütçe açığı kapatılmaya çalışılmıştır.

**Grafik 3.11. Merkez Bankasının Döviz Rezervleri( on milyon Dolar)**



**Kaynak: TCMB**

<sup>703</sup> Özatay, *Finansal Krizler ve Türkiye*, s.65

<sup>704</sup> A.e., s.74-75

<sup>705</sup> Bahçesi, *a.g.e.*, s.125.

### 3.3.2.2. Türkiye 2001 Krizi

Türkiye 2000’li yıllara Marmara Depremi, 1997 Uzak Doğu Asya ve 1998 Rusya Krizlerinin olumsuz etkileri altında girmiştir. Asya ve Rusya Krizleri’nin yarattığı olumsuz hava gelişmekte olan piyasalara duyulan güvenin sarsılmasına ve yabancı yatırımcının piyasalardan çıkmasına sebep olmuştur. Bu yüzden Türkiye’nin uluslararası sermaye piyasalarından kolay borç bulması giderek zorlaşmıştır. Bu da ödemeler dengesini olumsuz yönde etkilemiştir.<sup>706</sup>

Kriz öncesinde temel makroekonomik göstergeler Tablo 3.22’de gösterilmiştir. 1999 yılının sonlarına doğru ekonominin gidişatında olumsuzluğun hâkim olmaya başladığı tablodaki verilerden okunabilmektedir. TÜFE 1999 yılında yüzde 65’ler düzeyine; kamu kesiminin borçlanma gereği bir önceki yıla göre yüzde 70 artarak yüzde 15,6 düzeyine çıkmıştır.<sup>707</sup> Hazinesin bileşik borçlanma faizi yüzde 100’ü aşmış; toplam iç ve dış borç stoku milli hâsılanın yüzde 85’ine ulaşmıştır. 2000 yılında cari işlemler dengesi GSMH’nın yüzde -9,8’i seviyesine çıkmıştı. Bu negatif göstergeler ülkenin kırılganlığını ve uluslararası piyasalardaki risk algısını arttırmış, hazine yurtiçi ve dışı piyasalardan borçlanamaz hale gelmiştir.

**Tablo 3.22. Temel Makroekonomik Göstergeler**

|                                      | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|--------------------------------------|------|------|------|------|
| Büyüme, GSYİH( %)                    | 3,1  | -4,7 | 7,4  | -6,1 |
| Cari işlemler dengesi (Milyar Dolar) | 2    | -1,4 | -9,8 | 3,3  |
| Dış Borç Stoku/GSMH(%)               | 47,4 | 55,4 | 59,4 | 78   |
| İç Borç Stoku                        | 21,7 | 29,8 | 29   | 66   |
| FDBD <sup>a</sup> /GSMH(%)           | 4,3  | 1,8  | 5,3  | 6,7  |
| Veri Gelirleri/GSMH(%)               | 17,2 | 18,9 | 21,1 | 21,5 |
| Tüketici Fiyat Endeksi               | 84,6 | 64,9 | 54,8 | 54,4 |
| KKBG <sup>b</sup> /GSMH(%)           | 9,4  | 15,6 | 12,5 | 15,9 |

(a) Faiz dışı bütçe dengesi

(b) Kamu kesimi borçlanma gereği

**Kaynak:** TCMB Yıllık Rapor 2001,s.18

<sup>706</sup> Eğilmez, **Küresel Finans Krizi**, s.74

<sup>707</sup> TCMB, Yıllık Rapor 2001

Bunların yanı sıra 2001 krizine giden süreçte de aynen 1994 krizinde olduğu gibi, kamu borç yükü ve KİT'lerin görev zararları hazinenin ve merkez bankasının sırtına yüklenmeye devam edilmiştir. Siyasilerin oylarını ençoklamak için kamu bankalarından esnafa, köylüye ucuz girdi sağlamasının bedeli kamu bankalarının bilançolarında biriken görev zararları olmuştur. Görev zararları o kadar büyüdü ki siyasiler bu sorunu çözmenin getireceği siyasi sorumluluğu yüklenmekten çekinerek,<sup>708</sup> bütçede borçlanma yapmak yerine görünmez kalem gibi duran kamu bankalarının bilançolarına meseleyi havale ettiler. Bu yüzden de 2001 krizinin bu denli ağır tahribat etkisi yapmasında 1994 krizinden ders alınmaması ve gerekli finansal reformlarla birlikte kamunun borçlanma gereğini azaltıcı çalışmaların yetersiz ya da hiç yapılmamış olması gelmektedir. 2001 krizi öncesi kamu bankalarında biriken görev zararlarının ulaştığı boyut Tablo 3.23'te sunulmaktadır. Tabloya göre 1997 yılında 10,1 milyar USD olan görev zararları bu tarihten itibaren her yıl % 50'den fazla artarak 2000 yılında 24.2 milyar Dolar'a ulaşmıştır.

**Tablo 3.23. Kamu Bankalarında Biriken Görev Zararları**

| Yıl            | Görev Zararı (milyar USD) |
|----------------|---------------------------|
| 1991-1994 ort. | 10,1                      |
| 1995           | 3,7                       |
| 1996           | 7,8                       |
| 1997           | 10,1                      |
| 1998           | 15,4                      |
| 1999           | 25,7                      |
| 2000           | 24,2                      |

**Kaynak:** Ercan Kumcu, **Krizler Para ve İktisatçılar**, Remzi Kitabevi, s.208

1999 yılında göreve gelen siyasi irade, bir önceki hükümetin enflasyonu düşürme hedefinden dolayı düşen bir üretim ve ağır bir borç yükü devralmıştı. Enflasyonu ne pahasına olursa olsun aşağı çekmek ve fiyatlarda istikrar sağlamak isteyen hükümet, 1999 yılının sonunda IMF'nin desteğini alan bir istikrar programını kamuoyunun geniş desteği ile yürürlüğe koymaya çalıştı. IMF anlaşmalarının genelde bir makroekonomik boyutu birde yapısal reformlar içeren siyasal boyutu vardır.

<sup>708</sup> Kumcu, **a.g.e.**, s.2009.

Dönemin Ecevit Hükümeti, Aralık 1999'da IMF ile imzalanan 17. stand-by anlaşması gereği 2000 yılından itibaren döviz kurunu nominal çapa olarak kullanan bir enflasyonla mücadele programını yürürlüğe koyacaktı. Ayrıca bu anlaşmaya göre üç yıllık süre zarfında hükümete 7.5 milyar Dolar ek rezerv ve 2.9 milyar Dolar da stand-by koşulunda verilmek üzere toplam 10.4 milyar Dolarlık kaynak aktarılması öngörülmüştü. Hedeflenen yıllık büyüme yüzde 5 idi.<sup>709</sup> Bu stand-by anlaşmasının üç temel ayağı vardı:<sup>710</sup>

1. Bütçe ve bütçe dışında kamuda mali disiplinin sağlanması.
2. Önceden belirlenmiş bir sabit kur politikası (crawling peg) ile kurların belirlenecek olması ( merkez bankası “1 Dolar +0.77 Euro” olarak belirlenen döviz sepetine karşı TL’nin değerini en az 9 ay önceden belirleyeceği bir kur çapası seçmiştir.<sup>711</sup>)
3. Yapısal reformların yapılması ve özelleştirmelerin hızlandırılması.

Programın ayrıntısında, faiz yükünü aşağı çekmek için vergi gelirlerinin arttırılması, bu yolla faiz dışı fazlanın verilmesi ve dış borçlanmanın iç borçlanma yerine ikame edilmesi de vardı. Hedeflenen amaç ise enflasyonun düşürülmesiydi.

Programın olumlu havası ile hazine iç borçlanma bileşik faizi yüzde 36'lara kadar inerken, gecelik faiz oranları da yüzde 34'ler seviyesine gerilemiştir. Faizlerin düşmesi hazine için olumlu ancak merkez bankasının enflasyonla mücadelesi açısından olumsuz bir durum arz etmektedir. Bu kadar kısa sürede faizlerin düşmesi enflasyonla mücadeleyi zorlaştırmıştır.<sup>712</sup> Ayrıca bu güven ortamında bankaların rahat kredi vermesi, hem tüketimi hem de ithalatı arttırmıştır. Bunun sonucunda da cari işlemler dengesi açık vermeye başlamıştır. Bu nedenlerden dolayı talep canlanınca enflasyonda istenilen sonuca ulaşılamamıştır.

---

<sup>709</sup> Kazgan, **a.g.e.**, 411

<sup>710</sup> Eğilmez, **Küresel Finans Krizi**, s.74-75

<sup>711</sup> Asaf Savaş Akat, “Dalgalı Kur ve Para Politikası: Bir parasal Kural Önerisi”, Gülten Kazgan’a armağan: Cumhuriyet Dönemi Türkiye Ekonomisi, İstanbul **Bilgi Yayınları**, 2004, s.2.

<sup>712</sup> Eğilmez, **Küresel Finans Krizi**, s.75.

Buna rağmen program Ağustos 2000'e kadar başarı ile devam ettirilmiştir. Özellikle özelleştirme gelirlerinin 2000 yılında tavan yapması ile ekonomide işlerin iyi gittiği izlenimi hâkim olmuştu. İyimserliğin sürdüğü dönemde nominal döviz kuru çapasının inandırıcılığı ve sermaye girişlerine uygun arbitraj imkanı sağlaması sonucu programın ilk 10 ayında ülkeye giren yabancı sermaye miktarında önemli artışlar meydana geldiği Tablo 3.24'ten görülmektedir. Tabloya göre Ocak-Ekim 2000 döneminde net yabancı sermaye akımı 15 milyar Dolar, portföy yatırımları da 6.8 milyar Dolar düzeyine çıkmıştır. Tablo 3.24 kriz dönemi sonunda (Haziran 2000) net yabancı sermaye akımlarının -10 milyar ve portföy yatırımlarının da -8.5 milyar Dolar olduğunu göstermektedir. Kriz öncesindeki ve kriz dönemindeki sermaye hareketlerini yansıtan tabloya bakıldığında, -2,3 milyar Dolar olan rezerv değişiminin 0,5 milyar kadarının IMF kredilerinden, 2,8 milyar Dolarlık kısmının da rezerv azalışından meydana geldiği görülmektedir. Kriz sonrası 15,2 milyar Dolar kadar olan rezerv değişimlerinin 8 milyar kadarı IMF kredilerinden 7,1 milyar Dolarlık kısmı da rezerv azalışından meydana gelmektedir.<sup>713</sup>

Kriz öncesinde sermaye girişinde yaşanan olumlu tabloya rağmen 2000 yılının ilk on ayı sonunda 7,5 milyar Dolar da cari işlemler dengesi açığı oluşmuştur. Kısa vadeli sermaye girişi ile cari işlemler dengesi arasındaki ters ilişki krizden sonra kopmuştur (Tablo 3.24). Kasım 2000'e doğru gidilirken Türkiye için "borcunu geri ödeyebilir mi acaba" soruları sorulmaya başlanmıştır.<sup>714</sup> Bu da dış borçların cari işlemler açığından bağımsız hareket etmediğini göstermektedir.<sup>715</sup> Cari işlemler dengesi açıklarına daha yakından bakıldığında; 2000 yılında cari işlemler dengesinin önemli kalemi olan dış ticaret açığının yüzde 89,1 oranında artarak 26,7 milyar Dolar'a yükseldiği görülmektedir. Dış ticaret açığındaki bu yükseliş, cari işlemler açığının yıl içinde giderek daha da artmasına ve yılın tamamında 9,8 milyar Dolar düzeyine ulaşmasına neden olmuştur. Cari işlemler açığının finansmanında, Ocak-Temmuz 2000 döneminde hazinenin ihraç ettiği tahvillere yapılan portföy yatırımları önemli

---

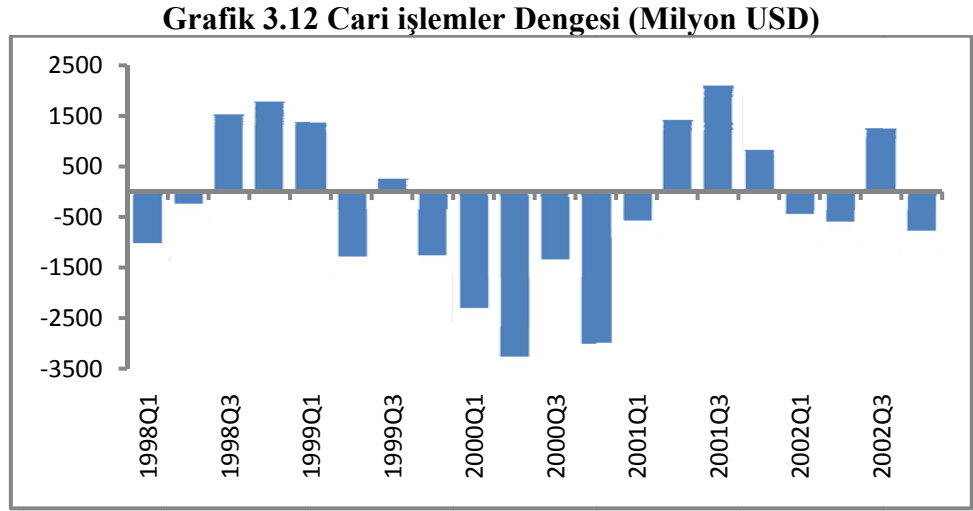
<sup>713</sup> Boratav, a.g.e.

<sup>714</sup> Ercan Uygur, "2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri Üzerine Değerlendirmeler." **Mülkiye Dergisi**, Cilt.15, Sayı.227, ss. 37-70, 2001, s. 49.

<sup>715</sup> Korkut Boratav, "2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri". **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt.16, Sayı.186, 2001, s.10.



rol oynarken, Ağustos 2000'den sonra kısa vadeli sermaye girişleri ile cari işlemler açığı kapatılmaya çalışılmıştır. Eylül ayında ise ilk sermaye çıkışları yaşanmaya başlamıştır.<sup>716</sup> Grafik 3.12'de görüldüğü gibi Cari işlemler dengesi 2001 krizi öncesinde yedi çeyrek dönem boyunca negatif değerler almış; bu dönemlerin beş tanesinde artarak azalma şeklinde negatif değerler almıştır.



**Kaynak:** TCMB

**Tablo 3.24. Kriz Öncesinde ve Kriz Döneminde Sermaye Hareketleri (Milyar \$)**

|                           | Kriz Öncesi<br>( Ocak-Ekim 2000) | Kriz Dönemi<br>(Kasım-Haziran 2000) |
|---------------------------|----------------------------------|-------------------------------------|
| Net yabancı Sermaye Akımı | 15                               | -10                                 |
| Dolaysız Yatırım          | 0,5                              | 2,4                                 |
| Portföy Yatırımı          | 6,8                              | -8,5                                |
| Uzun Vadeli Sermaye Akımı | 3,2                              | -0,5                                |
| Kısa Vadeli Sermaye Akımı | 4,6                              | -3,9                                |
| Rezerv Değişimleri        | -2,3                             | 15,2                                |
| Cari işlemler Dengesi     | -7,5                             | -1,8                                |

**Kaynak:** Korkut Boratav, “ 2000–2001 Krizinde Sermaye Hareketleri”. **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt:16, Sayı:186, 2001'den aktaran İlhan Eroğlu, **a.g.e.**, s.254.

IMF'nin kamu açıklarını azaltın, harcamaları kısın önerileri Ağustos ayından sonra yerini mali gevşemeye bıraktı. Piyasalar bu güvensizliği görünce oluşturulan güven ortamı bir anda yok oldu. Ağustos 2000'de gerek programın eksik ve tutarsız hazırlanmış olması gerekse de programdaki sorunların siyasi otorite tarafından

<sup>716</sup> TCMB, Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler ve Para Politikası, Yıllık Rapor 2000, s.14.

görmezden gelinmesi, 2001 krizine giden yolu açmış oldu. IMF desteği ile hayata geçirilen programda sabit döviz kuru uygulaması önerilirken, dışa açık ekonomilerde Mundell-Fleming‘den esinlenerek hazırlanan üçlü açmaz ihmal edilmiş, kur sistemi, sermaye hareketleri ve para politikasında ikileme düşülmüştür. Çünkü aynı anda hem bağımsız para politikası hem de serbest sermaye hareketleri ve sabit döviz kuru sistemleri birlikte uygulanamazdı (bkz.bölüm iki, Şekil 2.3).

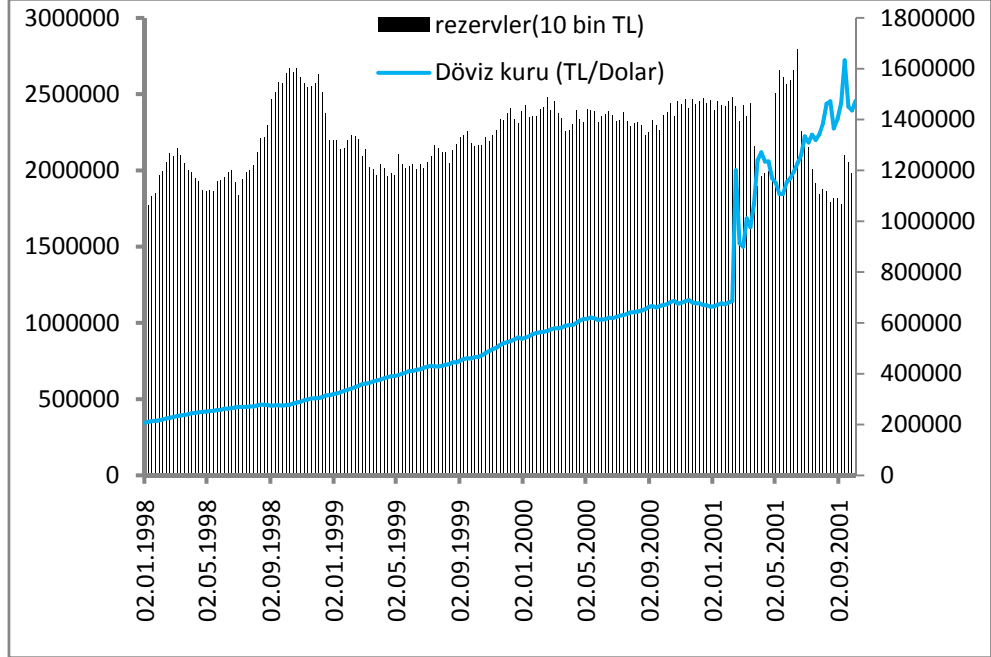
İyice bozulan güven ortamında bir de bankaların Ekim-Kasım döneminde yıl sonu için açık pozisyonlarını azaltmaya çalışmaları faizlerin bir miktar daha yukarı çekilmesine sebep olmuştur. Ayrıca bir de bankacılık kesiminde denetimlerin BDDK tarafından arttırılması, bankaların açık pozisyonları için hızlı hareket etmelerine ve piyasadan nakit bulup açıklarını biran önce telafi etme yarışına girişmelerine neden olmuştur. Öte taraftan yabancı yatırımcılar da döviz taleplerini arttırıp ellerindeki hazine kâğıtlarını hızla satıp Türkiye‘den çıkmaya başlamışlardı. Bu yüzden de faizler çok daha hızla bir şekilde yukarılara tırmanmaya başlamıştır. Merkez bankası son bir hamleyle net iç varlıklar hedefinden vazgeçip bankaları fonlamaya kalksa da artık çok geç kalmıştı. Ardı ardına önce 2000 Kasım ardından Şubat 2001 krizleri yaşandı.<sup>717</sup>

2001 krizine giden yolda diğer makroekonomik göstergelere daha ayrıntılı bakılarak krizin tahlili rahatlıkla yapılabilir. Öncelikle gecelik faizler, merkez bankası rezervleri ve döviz kurlarındaki değişimlere bakılmalıdır. Çünkü bu göstergelerden gecelik faiz oranları finansal sektördeki kırılganlıkları, kurlar ve rezerv miktarı da spekülative atakların olup olmadığını, yani kanonik kriz modellerinin işleyip işlemediğini ortaya koymaktadır. Grafik 3.13‘te bu rezervler (sol-eksen) ve döviz kuru (sağ-eksen) birlikte sunulmaktadır.

---

<sup>717</sup> Akat, **a.g.e.**, s.210.

**Grafik 3.13. Döviz Kuru ve Merkez Bankası Rezervleri (10 bin TL)**



**Kaynak:** TCMB

2000 yılı kasım ayında gecelik faiz oranlarında (Grafik 3.14) ve döviz kurlarında meydana gelen ilk sıçramalar (Grafik 3.13) dikkat çekmektedir. Döviz taleplerinin yanı sıra merkez bankasının ısrarla sabit kuru korumak istemesi ve döviz rezervlerini bu uğurda feda etmekten çekinmemesi sonucu Grafik 3.14'ten de görüldüğü gibi faizler üç haneli rakamlara ulaşmıştır.<sup>718</sup> Grafik 3.13'te döviz kurunun artışa geçtiği zaman diliminde, ters orantılı olarak merkez bankası rezervlerinin azalmaya başladığı çok net bir şekilde görülmektedir. Ancak buna rağmen kurlarda düşme olmamıştır. Azalan döviz rezervleri 2001 Şubat Krizi sonrasında IMF ile yapılan anlaşma gereği yeniden tahkim edilerek kriz öncesi seviyesine gelmiştir (bkz. Grafik 3.13). Fakat IMF ile anlaşmaya varılmasına rağmen kurlarda bir türlü düşme olmayınca hem rezervler bir kez daha azalarak 18 milyar Dolara kadar azalıyor hem de gecelik faizler artarak % 1000'lerle ifade edilir hale gelmiştir.<sup>719</sup> Finansal sektör oldukça kırılgan ekonomi ise belirsiz hale gelmişti. Ayrıca Grafik 3.13'e bakıldığında bu dönemde 1994 krizinde olduğu gibi döviz kuru ve merkez bankası rezerv değişimlerinin varyansından elde edilen “piyasa baskı endeksi”nin tavan yaptığı

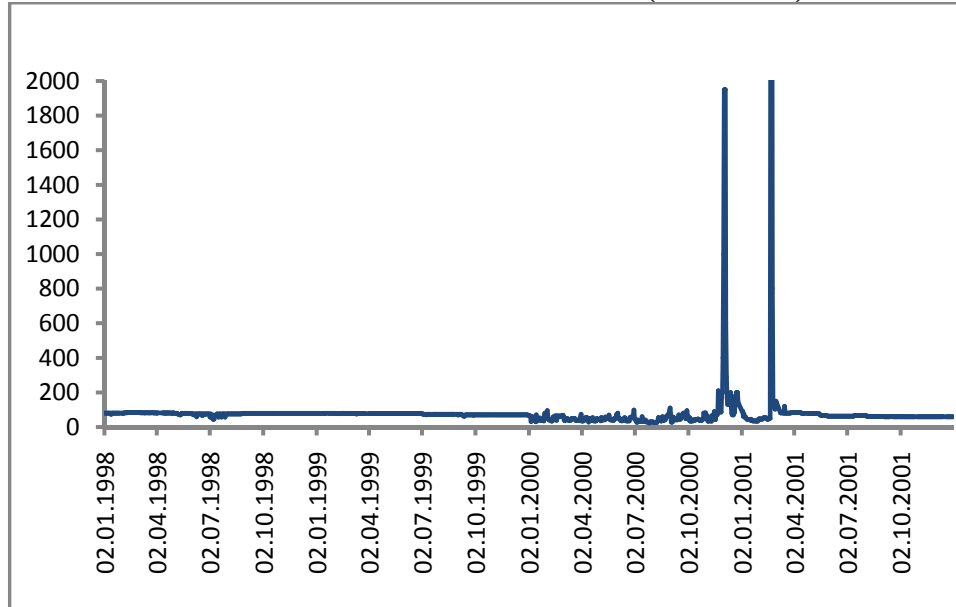
<sup>718</sup> Mathieu Dufour ve Özgür Orhangazi, “The 2000-2001 Financial Crisis in Turkey: A Crisis for Whom?”, *Review of Political Economy*, , Vol. 21, Issue 1, ss101-122, Jan 2009, s.107.

<sup>719</sup> Özataş, *Finansal Krizler ve Türkiye*, s.82

görülmektedir.<sup>720</sup> Bu dönemde küresel risk alma iştahında bir artışın olmamış olması krizin konjonktürel olmadığını, Türkiye'ye özgü bir krizin yaşandığını ortaya koymaktadır. Yani dışsal şok söz konusu değildir. Türkiye Hazine'sinin kredi riski,- ABD hazine tahvillerine olan faiz ile Hazine'nin yurtdışına sattığı tahvil faizi arasındaki fark- yani borçlarını geriye ödeyememe riski-Temmuz 2000'den itibaren önemli ölçüde yükselmiş ve 21 Şubatta zirveye ulaşmıştır.<sup>721</sup>

Finansal piyasalarda Şubat ayında yaşanan gelişmeler, 2000 yılı başından beri merkez bankasının uygulamakta olduğu döviz kuruna dayalı istikrar programının devam ettirilmesinin artık olanaksız hale geldiğini göstermekteydi. Artık döviz kuru nominal çapa olma özelliğini yitirmişti. Bu yüzden kurlar 22 Şubat tarihinde dalgalanmaya bırakılmıştır. Merkez bankası'nın kısa vadedeki önceliği de, ödemeler sistemindeki tikanlıkları gidermek, sisteme yeniden işlerlik kazandırmak ve finansal piyasalarda istikrarı sağlamak olmuştur.<sup>722</sup>

**Grafik 3.14. Gecelik Faiz Oranları (1998-2001)**



**Kaynak:** TCMB

<sup>720</sup> Piyasa baskı endeksi (PBE) faizlerin döviz kurunun ve merkez bankası rezervlerinin ağırlıklı ortalamasının varyanslarından hesap edilen bir gösterge değer olup kriz dönemlerinde, dalgalanmanın fazla olduğu zaman dilimlerini ortaya çıkaran, kırılganlığın arttığı dönemlerde yükselen istikrar dönemlerinde azalan bir değerdir.

<sup>721</sup> Özatay, **a.g.e.**, s.84

<sup>722</sup> TCMB, Yıllık Rapor 2001, s.1

Bu dönemle ilgili incelenmesi önem arzeden bir diğer makroekonomik değişken seti de döviz tevdiat hesaplarındaki (DTH) artış oranı ve toplam mevduatlar içindeki döviz oranlarında meydana gelen artışlardır; yani dolarizasyondur. DTH'na ait seçilmiş bazı değişkenler Tablo 3.25'te toplu halde sunulmaktadır. Tabloya göre toplam mevduattaki yabancı payı krizin olduğu 2001 yılında % 57,57 ile zirve yapmıştır. 2000 yılında bu oran % 45,25'tir. Özellikle krizin olduğu 2001 yılında yabancı para mevduatlarının 2000 yılına göre 35 milyar Dolar artarak 25 milyar Dolar'dan 60 milyar Dolar'a çıkması dikkat çekicidir. İlerleyen yıllarda enflasyonun da düşmesiyle yurtiçi bireylerin mevduatlarını yabancı paradan yerli paraya kaydardıkları yani ters para ikamesi sürecini başlattıkları (dolarizasyonun tersine döndüğü) görülmektedir. Çünkü ekonomi istikrara kavuşup enflasyon tek haneye düşerse yerli para, yerleşikler tarafından talep görecektir.<sup>723</sup> Yani yerli para yüksek enflasyon döneminde kaybettiği “değer saklama aracı” işlevine tekrar kavuşmuştur.

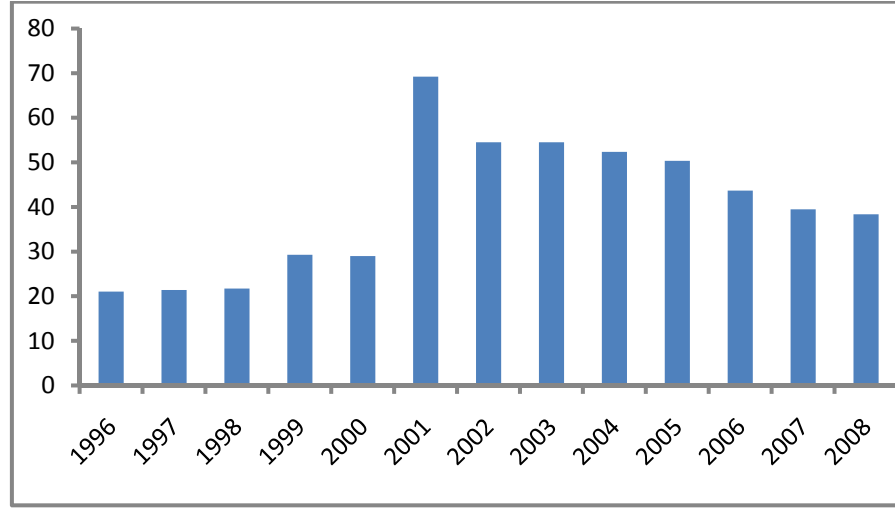
**Tablo 3.25. Mevduatın Dağılımı ve Dolarizasyon**

|                                            | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  |
|--------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Enflasyon TÜFE(%)                          | 54,00 | 54,50 | 44    | 25    | 10,58 | 10,14 | 9,65  |
| Toplam Mevduat (milyar TL)                 | 56    | 105   | 132   | 150   | 182   | 226   | 263   |
| TL Mevduat (milyar TL)                     | 30    | 45    | 58    | 78    | 103   | 146   | 166   |
| YP Mevduat(milyar TL)                      | 25    | 60    | 74    | 72    | 79    | 80    | 97    |
| Toplam Mevduatta YP Payı (Dolarizasyon, %) | 45,25 | 57,57 | 56,29 | 47,60 | 43,30 | 35,36 | 36,81 |

**Kaynak:** TCMB, DPT

<sup>723</sup> Mahfi Eğilmez, **Makro Ekonomi Türkiye'den Örneklerle**, 2.Basım, Remzi Kitabevi, 2010, s.298.

**Grafik 3.15. İç Borç Stoku /GSMH (%)**



**Kaynak:** DPT

Grafik 3.15'te Türkiye'de 1996-2008 yılları arasında, merkezi yönetimin toplam iç borç stoku/GSMH oranının yıllara göre değişimi gösterilmektedir. 1996-1998 arası dönemde yatay seyir izleyen toplam iç borç stoku, 2000 yılında bir önceki yıla göre yüzde 59 oranında artarak 36,4 katrilyon Türk lirası olmuştur. 2000 yılında toplam iç borç stokunun GSMH'ya oranı yüzde 29,3 kadardır.<sup>724</sup> 1998 yılından itibaren hem nominal hem de oransal olarak sürekli artış gösteren iç borç stoku, 2001 yılında GSMH'nın yüzde 70'ine ulaşmıştır. 2001 yılından sonra iç borç stokunun geçmiş yıllara göre azalmış olmasında, faiz dışı bütçe fazlasının, faiz oranlarındaki hızlı düşüşün, dış borçlanma imkânlarının genişlemesinin ve özelleştirme gelirlerinin artmasının etkili olduğu kuşkusuzdur.

<sup>724</sup> TCMB, Yıllık Rapor 2000, s.40

**Tablo 3.26. 2001 Krizi Öncesi ve Sonrası Dış Borç Stoku/GSMH(%)**

|             | <b>Toplam Dış Borç</b> | <b>Kamu Sektörü</b> | <b>Merkez Bankası</b> | <b>Özel Sektör</b> | <b>Dış Borç Servisi</b> |
|-------------|------------------------|---------------------|-----------------------|--------------------|-------------------------|
| <b>1998</b> | 46.6                   | 19,2                | 6,3                   | 21,1               | 8,0                     |
| <b>1999</b> | 55.7                   | 23,0                | 5,9                   | 26,8               | 9,9                     |
| <b>2000</b> | 59.3                   | 24,3                | 7,0                   | 27,9               | 11,0                    |
| <b>2001</b> | 78.0                   | 31.6                | 16,7                  | 29,6               | 16,9                    |
| <b>2002</b> | 71.9                   | 35,2                | 12,2                  | 24,6               | 15,9                    |
| <b>2003</b> | 60.6                   | 29,1                | 10,2                  | 21,3               | 11,6                    |
| <b>2004</b> | 54.2                   | 24,7                | 7,1                   | 22,4               | 10,2                    |

**Kaynak:** Hazine Müsteşarlığı; Mathieu Dufour ve Özgür Orhangazi, “The 2000-2001 Financial Crisis in Turkey: A Crisis for Whom?”, **Review of Political Economy**, , Vol. 21 Issue 1, ss101-122, Ocak 2009, s.106.

Tablo 3.26’da Türkiye’de 1998-2004 yılları arası dönemde merkezi yönetim, özel sektör ve merkez bankasının toplam dış borç stokunun GSMH’ya oranı yıllar bazında sunulmaktadır. Tabloya göre toplam dış borç stoku 2001 krizinden önce ve kriz zamanında rekor düzeylere çıkmıştır. Özellikle hazine ve merkez bankasının dış borç stokları 2000 yılında sırasıyla yüzde yüzde 24,3 ve 7,0 iken kriz yılında bu oranlar sırasıyla yüzde 31,6 ve 16,7 olmuştur. Krizden önce dış borcun büyük kısmı kamuya aitken, krizden sonra toplam dış borç stoğunun büyük kısmı özel sektöre geçmiştir. Özellikle merkez bankasının borç stokunda 2001 yılında 2000 yılına göre yüzde 100’den fazla artış olmasının nedeni TMSF’ye devredilen batık bankaların borçlarının olduğu gibi merkez bankasına kalmasıdır.<sup>725</sup> Toplam dış borç stoku ancak 2004 yılında tekrar 1999 yılındaki seviyesine gelebilmiştir.

2001 krizinin ortaya çıkmasında bankacılık sektöründeki kırılganlıkların en etkili faktörlerden biri olduğu yapılan çalışmalarla ortaya çıkarılmıştır. Bankaların krize giden süreçteki açık pozisyonlarına ve yabancı yükümlülüklerine bakıldığında ortaya çıkan sonuçlar Tablo 3.27’de özetlenmiştir.

<sup>725</sup> Dufour ve Orhangazi, **a.g.e.**, s.106-107.

**Tablo 3.27. Türkiye Bankacılık Sektörünün 2001 Krizi Öncesi Açık Pozisyonları**

|                                    | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 |
|------------------------------------|------|------|------|------|------|
| Yabancı Yükümlülükler(Milyar USD)  | 2,5  | 5    | 8,4  | 13,2 | 17,4 |
| Açık Pozisyon/Toplam Varlıklar (%) | 3    | 5    | 7    | 10   | 11   |

**Kaynak:** Türkiye Bankalar Birliği; Gurur Altun, “The Causes and Predictors of The 2001 Turkish Crisis”, Institute for Graduate in the Social Sciences of Bosphorus University, 2006, s.12

Bankaların toplam açık pozisyonları dört yıl gibi kısa bir sürede tam 3.5 kat artmıştır. 1996 yılında yüzde 3 olan bankaların açık pozisyonu 2000 yılında yüzde 11 olarak gerçekleşmiştir. Yabancı yükümlülükler 1996 yılında 2,5 milyar Dolar iken 2000 yılında 17,4 milyar Dolar’a çıkarak bankacılık sektöründeki kırılganlığı arttırmıştır. Bankalar 2000 yılında 1996 yılına göre sadece bu gösterge bakımından bile yedi kat daha riskli hale gelmiştir denilebilir. Veriler 2001 krizi öncesinde bankacılık sektörü için ciddi bir döviz açığına işaret etmektedir (Tablo 3.27).<sup>726</sup> Bu kırılganlıklar krizden sonra bankacılık sektöründe nitel ve nicel bazı reform ve kararların hayata geçirilmesini zaruri kılmıştır. Bu yüzden de sağlam finansal yapısı bulunmayan bazı bankaların 2001 krizinden sonra TMSF’ye devredilmesiyle 2000 yılında 49 olan mevduat bankası sayısı, 2006 yılında 33’e inmiştir.

Özetle Şubat 2001 krizi, Türkiye tarihinin en derin finansal krizidir. Cari işlemler dengesi, toplam iç ve dış borç borç stoku ile bankacılık sektöründeki açık pozisyonlara yakından bakıldığında 2001 krizinin hem bankacılık hem de finansal bir kriz olduğu açıkça görülmektedir. Bununla beraber, krizin olduğu dönemde küresel risk alma iştahında bir artışın olmamış olması krizin konjonktürel olmadığını, Türkiye’ye özgü bir krizin yaşandığını ortaya koymaktadır. Ayrıca bu kriz sayesinde karar vericiler radikal kararlar alarak, bazıları gecikmeli olsa bile, Türkiye’deki bankacılık sistemini yeniden yapılandırma imkanı bulmuş oldular. Böylece Türk bankaları küresel ekonomik çevrelerle olan entegrasyonlarında hem daha sağlam bir

<sup>726</sup> Gurur Altun, “The Causes and Predictors of The 2001 Turkish Crisis”, (Institute for Graduate in the Social Sciences of Bosphorus University Basılmamış Doktora Tezi), 2006, s.12



sisteme kavuşmuş oldular <sup>727</sup> hem de 2008 yılında yaşanan küresel mali krizde batmaktan kurtuldular.

### 3.3.2.3. İki Krizin Ortak Yönü

Bu kısımda krizlerin habercisi olan çeşitli parasal ve mali parametrelerin yardımıyla 1994 ve 2001 krizleri bir arada karşılaştırmalı olarak analiz edilerek iki krizin ortak ve farklı yönleri ortaya çıkarılmaya çalışılmaktadır. Bu amaçla oluşturulan Tablo 3.28’de 23 farklı makro değişken bir arada gösterilmiştir. Parametrelerin krizden önceki ve sonraki yakın dönem (3-4 yıl kadar) değerlerinin ortalaması ile kriz yılındaki değerlerinden elde edilen sonuçların aritmetik ortalamaya göre hareketi incelenmektedir. İki krizin 3-4 yıl öncesi ve 3-4 yıl sonrasının kriz yılıyla birleştirilerek elde edilen tüm dönemin ortalamasına göre iki kriz de olumsuz olan değişkenlere değerlendirmede (+) işareti koyulmuştur.

Buna göre iki krizde de tüm dönem ortalamasına göre olumsuz seyreden en önemli göstergeler olarak şunlar öne çıkmaktadır: Net Kredi/Mevduat, KKBG/GSMH, İç Borç Stoku/GSMH, Dış Borç Stoku/GSMH, Reel Büyüme, Gecelik Faiz Oranları, Enflasyon Oranı ve İç borçlanma Faiz Oranı. İki krizde de bu kadar ortak göstergenin kötü olması ekonominin iyi yönetilmediğini ortaya çıkarmaktadır. Birbirine benzeyen bu iki krizin göstergelerine bakıldığında kurumsallaşmamış bir ekonomi ve kırılganlığı devam eden bir mali yapı önümüze çıkmaktadır.

Tablonun ortaya çıkardığı bir diğer sonuç da Türkiye’nin krizlerden çıkış süresinin kısa olduğudur. Hatta krizlerden sonraki yakın dönem (3-4 yıl) ortalamaları dikkate alındığında kriz sonrası 3-4 yılın reel büyüme ortalamasının kriz öncesi 3-4 yılın büyüme ortalamasından daha yukarıda olduğu görülmektedir. Kredi genişlemesi ve reel büyüme ortalamalarına bakılarak 2001 krizinden çıkışın 1994 krizinden çıkışa göre çok daha kısa olduğu da tablodan açıkça ortaya çıkmaktadır.

---

<sup>727</sup> Ersel ve Özatay, **a.g.e.**, s.42

**Tablo 3.28. 1994 ve 2001 Türkiye Krizlerinin Öncesinde ve Sonrasında Temel Makroekonomik Göstergeler**

| 1994 Türkiye Krizi                           |                             |           |                                |                      | 2001 Türkiye Krizi           |                   |                                |                      |                            |
|----------------------------------------------|-----------------------------|-----------|--------------------------------|----------------------|------------------------------|-------------------|--------------------------------|----------------------|----------------------------|
| Göstergeler                                  | Kriz Öcesi 3-4 Yıl Ortalama | Kriz Yılı | Krizden 3-4 Yıl Sonra Ortalama | Tüm dönem Ortalaması | Kriz Öncesi 3-4 Yıl Ortalama | Kriz Yılı         | Krizden 3-4 Yıl Sonra Ortalama | Tüm Dönem Ortalaması | Değerlendirme <sup>3</sup> |
| TCMB Bilanço Büyüklüğü(Milyon)               | 161                         | 744       | 3.760                          | 1.583                | 17.445                       | 82.764            | 84.087                         | 54.321               |                            |
| MB Rezerv para /GSMH(%) <sup>6</sup>         | 5,6                         | 4,8       | 4,1                            | 4,7                  | 4,5                          | 4,4               | 4,3                            | 4,4                  |                            |
| Para ikamesi oranı (DTH/M2)(%)               | 36,3                        | 50        | 49,9                           | 42,2                 | 47,5                         | 55                | 45,2                           | 47,3                 | +                          |
| KKBG/GSMH(%)                                 | 10,1                        | 7,9       | 7,5                            | 8,6                  | 12,1                         | 16,4              | 10,5                           | 12,3                 |                            |
| Bütçe Dengesi (% artış oranı)                | 60,35                       | 123,5     | 69,67                          | 61,45                | 29,60                        | 2200 <sup>7</sup> | 37,5                           | 328,56               |                            |
| İç Borç Stoku/GSMH(%)                        | 10                          | 13,9      | 18                             | 14                   | 25                           | 69,2              | 53,2                           | 39                   | +                          |
| Dış Borç Stoku/GSMH(%)                       | 34,2                        | 51,1      | 45,2                           | 42                   | 55,2                         | 78,1              | 66,2                           | 57,1                 | +                          |
| Toplam TL mevduat/GSMH(%)                    | 15,4                        | 14,5      | 17,9                           | 16,4                 | 24,2                         | 25                | 22,4                           | 23,5                 |                            |
| Reel Büyüme (%)                              | 5,6                         | -4,7      | 6,29                           | 5,2                  | 1,9                          | -5,7              | 7,3                            | 3,55                 | +                          |
| Gecelik Faiz oranı(en yüksek %) <sup>1</sup> | 80                          | 720       | 210                            | Anlamsız veri        | 1950                         | 6200              | 62                             | Anlamsız veri        |                            |

| 1994 Türkiye Krizi                                  |                             |           |                                |                      | 2001 Türkiye Krizi           |           |                                |                      |                            |
|-----------------------------------------------------|-----------------------------|-----------|--------------------------------|----------------------|------------------------------|-----------|--------------------------------|----------------------|----------------------------|
| Göstergeler                                         | Kriz Öcesi 3-4 Yıl Ortalama | Kriz Yılı | Krizden 3-4 Yıl Sonra Ortalama | Tüm dönem Ortalaması | Kriz Öncesi 3-4 Yıl Ortalama | Kriz Yılı | Krizden 3-4 Yıl Sonra Ortalama | Tüm Dönem Ortalaması | Değerlendirme <sup>3</sup> |
| İç Borç Ana para ve Faiz ödemesi/Toplam Vergiler(%) | 70                          | 120,5     | 140,2                          | 105,5                | 134,2                        | 230,3     | 190,5                          | 175,5                |                            |
| Cari Denge/GSMH                                     | -1,80                       | 2,61      | -0,39                          | -1,2                 | -1,3                         | 2,25      | -2,65                          | -2                   |                            |
| Toplam Net Sermaye Girişleri (Milyar USD)           | 4,34                        | -4,19     | NA                             | NA                   | 5,5                          | -10       | NA                             | NA                   |                            |
| DTH/GSMH(%) <sup>2</sup>                            | 8,3                         | 15,4      | 18,7                           | 15,2                 | 20,1                         | 31,8      | 20,5                           | 21,6                 |                            |
| Reel Effektif Döviz K.                              | 81,88                       | 70,45     | 76,54                          | 78,43                | 80,90                        | 83,20     | 100,84                         | 94,60                |                            |
| Emisyon hacmi/GSMH(%)                               | 3,3                         | 3,1       | 2,6                            | 2,9                  | 2,8                          | 3         | 3                              |                      |                            |
| Para arzı (M2/GSMH ) (%)                            | 16,2                        | 16,6      | 19                             | 17,8                 | 42,5                         | 58        | 45,3                           | 46,6                 |                            |
| Mali Varlık Stokunda Kamu Kâğıtlarının Oranı        | 25,5                        | 31,5      | 33,9                           | 29,8                 | 35,3                         | 51,8      | 50,9                           | 43,3                 |                            |
| Toplam mali varlıklar /GSMH(%)                      | 37,8                        | 46,4      | 55,4                           | 45,5                 | 72,5                         | 134,5     | 104,5                          | 93,4                 |                            |
| Enflasyon oranı                                     | 65,4                        | 106,8     | 82,5                           | 78,7                 | 66,6                         | 53,9      | 22,75                          | 48,5                 | +                          |
| Hisse senedi/toplam Menkul Kıy.(%)                  | 11,2                        | 6,1       | 5,4                            | 8                    | 5,8                          | 4,4       | 4,9                            | 5,5                  | +                          |
| Net kredi/Mevduat (%)                               | 89,2                        | 66,5      | 66,4                           | 76                   | 50,1                         | 32        | 41                             | 46,5                 | +                          |

| 1994 Türkiye Krizi                                                         |                                       |              |                                   |                         | 2001 Türkiye Krizi                 |              |                                         |                         |                            |
|----------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------|--------------|-----------------------------------|-------------------------|------------------------------------|--------------|-----------------------------------------|-------------------------|----------------------------|
| Göstergeler                                                                | Kriz<br>Öncesi 3-4<br>Yıl<br>Ortalama | Kriz<br>Yılı | Krizden 3-4 Yıl<br>Sonra Ortalama | Tüm dönem<br>Ortalaması | Kriz Öncesi<br>3-4 Yıl<br>Ortalama | Kriz<br>Yılı | Krizden<br>3-4 Yıl<br>Sonra<br>Ortalama | Tüm Dönem<br>Ortalaması | Değerlendirme <sup>3</sup> |
| İç Borçlanma Faiz<br>Oranı (yıllık ort. Basit<br>faiz oranı.) <sup>4</sup> | 79                                    | 109          | 98                                | Anlamsız veri           | 36,6                               | 75,9         | 56                                      | Anlamsız veri           | +                          |
| Konsolidie Bütçe <sup>5</sup>                                              | 6,3                                   | 3,9          | 6                                 | 5,5                     |                                    |              |                                         |                         |                            |

(1) Gecelik faiz oranlarında kriz öncesi ve sonrası yıl değerlendirmeye tabi tutuldu. Ortalama almak iktisadi olarak anlam ifade etmemektedir.

(2) DTH: döviz Tevdiat Hesapları

(3) İki krizde de ortalamaya göre olumsuz olan değişkenlere + koymaktayız.

(4) Krizden önceki ve sonraki yılın verileri yazılmıştır.

(5) Konsolide bütçe nakit açığının GSMH'ya oranıdır.

(6) Rezerv Para = Emisyon + Bankalar Zorunlu Karşılıkları + Bankalar Serbest İmkanı + Fon Hesapları + Banka Dışı Kesimin Mevduatı

(7) Bu oranın çok yüksek çıkması, 2000:12'de dışa düşen % 8800 değerinden kaynaklanmaktadır.

**Kaynaklar:** TCMB, TÜİK, Hazine Müsteşarlığı, World Databank, TCMB 2001 Yıllık Rapor, TCMB 2005 Yıllık Rapor, TCMB 1999 Yıllık Rapor, TCMB 1997 Yıllık Rapor, DPT Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-2010) verilerinden yazarın kendi hesaplamalarıdır.

#### **3.3.2.4. 1994 ve 2001 Krizleri ile ilgili Merkez Bankası Analitik Bilançosunun Söyledikleri**

Merkez bankası analitik bilançosu, uygulanan para politikası sonuçlarını, parasal yükümlülükleri, ülkenin borç durumunu ve diğer parasal göstergeleri ortaya koyan bir fotoğraf gibidir. 1994 ve 2001 Türkiye Krizleri'nin çok açık bir şekilde birer döviz krizleri olduğu merkez bankası analitik bilanço kalemlerinden de okunabilmektedir. Tablo 3.30 merkez bankası analitik bilanço ana kalemlerinin yıllık yüzdesel değişimlerini göstermektedir. Döviz yükümlülükleri kalemine bakıldığında 1994 yılında yükümlülüklerin bir önceki yıla göre tam 3 kat, 2001 yılında ise bir önceki yıla göre tam 5 kat arttığı görülmektedir. Emisyon hacmi bu iki tarihten sonraki dönemlerde ciddi bir artış göstermediğine göre borcun yeni borçlarla ya da IMF anlaşmaları ile gelen finansal kaynaklarla karşılandığı görülmektedir ki bu da döviz yükümlülükleri kaleminin krizden sonraki yıllarda da pozitif şekilde artmasına neden olmuştur.

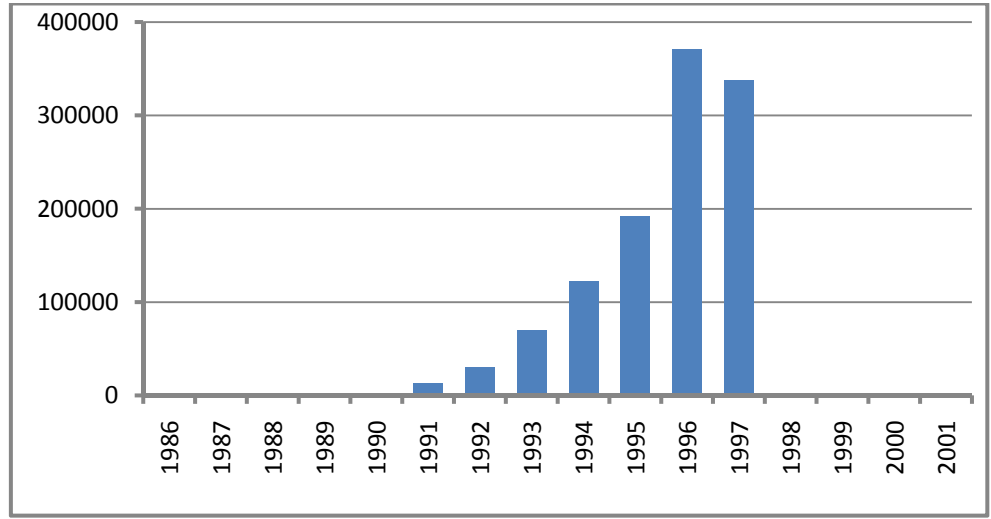
Emisyondaki artışın döviz yükümlülüklerinden çok daha az artmış olması ülkenin ciddi bir döviz krizi ile karşı karşıya olduğunu ve bunu para basarak karşılayamayacağını göstermektedir. Öyle ki emisyon artışı 1994 ve 2001 yıllarında sırasıyla % 84 ve % 40 iken, hem iç hem de dış döviz yükümlülükleri ama özellikle de dış döviz yükümlülükleri % 200'den fazla artmıştır.

Analitik bilançoya göre 2001 krizinde merkez bankasının hazineye verdiği borç bir önceki yıla göre % 2000'den fazla artmıştır. Bunun en temel sebebi batık bankaların merkez bankasına kalan borçlarıdır. 1994 krizinde ise hazineye verilen borç % 100 artmıştır. Bu durum iki kriz arasındaki borçlanmanın niteliksel bir ayrışma içinde olduğunu, 1994 yılında iç borçların 2001 yılında ise dış borçların kabardığını göstermektedir.

Analitik bilançoya göre merkez bankasının 2001 yılında yurtiçi yatırımlarının tamamı neredeyse hazine bonosunadır. Yani banka sadece hazineye borç vermiştir. 1994 ve 2001 yıllarında hazineye verilen borç artış oranıyla bankanın emisyon artış hızı arasındaki fark hazineye verilen avansların (Grafik 3.16) finansman yöntemini

ortaya çıkaracaktır. Bu fark 1994 ve 2001 yıllarında sırasıyla % 16 ve % 2000'dir. Bu da 1994 krizinin para basılarak, 2001 krizinin ise önemli ölçüde artan döviz yükümlülüklerinden, dış borçlanma ile kapatılmaya çalışıldığını göstermektedir. Tablonun ortaya çıkardığı bir diğer gerçek de 1990-1997 döneminde ortalama yüzde 80'in üzerinde seyreden enflasyonun en büyük sebebinin basılan karşılıksız paralar olduğudur. Zaten aynı dönemde toplam yükümlülüklerle emisyon arasında da ciddi bir fark vardır.

**Grafik 3.16. TCMB'nin Hazineye Verdiği Kısa Vadeli Avans<sup>a</sup>(1986-2001)**



a: Bin TL cinsinden verilmiştir.

**Kaynak:** TCMB

Analitik ilançoda merkez bankasının bankalardan yaptığı borçlanma ve açık piyasa işlemleri ile doğrudan borçlanma kalemlerine bakıldığında bu ikisinin 1994 yılında net olarak % 12 arttığı görülmektedir. Bu değere 1994 yılında % 84 oranında artan emisyon eklenince, toplam hazine avansının kaynağı yaklaşık olarak ortaya çıkmış oluyor.

Tablo 3.29'da iki krizin öncesindeki ve sonrasındaki yıllara ait toplam döviz yükümlülüklerinin merkez bankası bilançosuna oranı verilmektedir. 1994 yılında döviz yükümlülüklerinin bir önceki yıla göre % 17 artarak % 71,98'e çıktığı, 2001 yılında ise bu yükümlülüklerin 2000 yılına göre % 9 azalarak % 83,57 seviyesine

gerilediği görülmektedir. 1995 yılında yükümlülükler % 4 artarken, 2002 yılında yükümlülüklerde % 9 oranında düşme görülmektedir. Bu durum merkez bankasının kendi bastığı para cinsinden kontrol mekanizmasını kurmakta 1994 krizinden sonra daha çok zorlandığını, bunun da fiyat istikrarını sağlama noktasında merkez bankasının esnek hareketini engelleyerek, elini güçleştirdiğini ortaya koymaktadır.

**Tablo 3.29. Merkez Bankası Toplam Döviz Yükümlülükleri (Bilançoya oranı, %)**

| 1993  | 1994  | 1995  | 2000  | 2001  | 2002  |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 55,17 | 71,98 | 75,48 | 94,20 | 83,57 | 72,29 |

**Kaynak:** TCMB

**Tablo 3.30.Merkez Bankası Analitik Bilanço Kalemleri (Yıllık % değişim): 1989-2010**

|                              | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009   | 2010 |
|------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------|------|
| A.VARLIKLAR                  | 28   | 24   | 59   | 83   | 61   | 143  | 105  | 89   | 75   | 46   | 89   | 30   | 255  | 23   | 3    | -2   | 21   | 16   | 2    | 6    | -3     | 17   |
| A.1-DIS VARLIKLAR            | 57   | 43   | 51   | 96   | 69   | 187  | 157  | 116  | 112  | 65   | 103  | 24   | 91   | 48   | 4    | 1    | 35   | 26   | -1   | 26   | 0      | 17   |
| A.2-IC VARLIKLAR             | 15   | 14   | 64   | 75   | 55   | 106  | 45   | 36   | -43  | NC   | NC   | NC   | NC   | -10  | 2    | -11  | -16  | -27  | 22   | NC   | NC     | NC   |
| A.2-a-Nakit İşlemler         | 1    | -9   | 185  | 161  | 88   | 55   | 120  | 51   | -14  | -83  | NC   | NC   | NC   | -6   | -6   | -17  | -17  | -22  | -10  | -56  | NC     | NC   |
| A.2-aa-Hazine Borçları       | 12   | -32  | 330  | 173  | 73   | 101  | 98   | 90   | 8    | -14  | 17   | 65   | 2208 | -10  | -9   | -17  | -16  | -3   | -10  | -19  | -36    | -8   |
| A.2-aa-i-Bankamız Portföyü   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | 2175 | -10  | -9   | -17  | -16  | -3   | -10  | -19  | -36    | -8   |
| A.2-aa-i-a-5 Kasım 2001 Önc. | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | 2164 | -10  | -9   | -17  | -16  | -3   | -10  | -19  | -38    | NC   |
| A.2-aa-i-b-İkinci Piyasada   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC     | 2914 |
| A.2-aa-ii-Diğer              | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC     | NC   |
| A.2-ab-Bankacılık Sektörüne  | 0    | 75   | 0    | 78   | 100  | -37  | 2    | -37  | 0    | -2   | 2    | NC   | NC   | -21  | -49  | 17   | -82  | -45  | -51  | 4    | 124794 | 42   |
| A.2-ac-TMSF'na Kullandırılan | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | ..   | 50   | -67  | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC     | NC   |
| A.2-ad-Diğer Kalemler        | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC     | NC   |
| A.2-b-Degerleme Hesabı       | 23   | 25   | 23   | 7    | -8   | 308  | -66  | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | 181  | -1   | -68  | 630  | NC   | NC     | NC   |
| A.2-c-İMF Acil Yardım Takip  | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | 0    | 0    | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC     | NC   |
| P.YUKUMLULUKLER              | 28   | 24   | 59   | 83   | 61   | 143  | 105  | 89   | 75   | 46   | 89   | 30   | 255  | 23   | 3    | -2   | 21   | 16   | 2    | 6    | -3     | 17   |
| P.1-TOPLAM DOVİZ YUKUMLULUK  | 15   | 22   | 42   | 69   | 76   | 216  | 115  | 85   | 105  | 57   | 80   | 39   | 215  | 7    | -2   | -5   | 3    | 21   | -17  | 13   | 1      | -2   |
| P.1-a-Dis Yukumlulukler      | 15   | 26   | 47   | 60   | 81   | 252  | 101  | 80   | 80   | 69   | 55   | 55   | 253  | 2    | -5   | -14  | -25  | 6    | -18  | 11   | 4      | -8   |
| P.1-b-Ic Yukumlulukler       | 16   | 12   | 31   | 94   | 66   | 132  | 166  | 97   | 166  | 36   | 131  | 17   | 144  | 20   | 3    | 16   | 48   | 33   | -16  | 15   | -1     | 1    |
| P.1-ba-Doviz Olarak Takip Ö. | 14   | -2   | 14   | 106  | 55   | -1   | 620  | 79   | 230  | -5   | 157  | -29  | 157  | 74   | 19   | -6   | 127  | 35   | -34  | 22   | 7      | -53  |
| P.1-bb-Bankaların Doviz Mev. | 17   | 26   | 44   | 87   | 73   | 207  | 84   | 109  | 127  | 71   | 119  | 43   | 141  | 4    | -5   | 30   | 11   | 31   | 1    | 10   | -6     | 43   |
| P.2-MERKEZ BANKASI PARASI    | 56   | 29   | 85   | 100  | 46   | 52   | 79   | 103  | -8   | -19  | 201  | -38  | 907  | 108  | 18   | 3    | 56   | 9    | 31   | 0    | -7     | 39   |
| P.2-A-REZERV PARA            | 68   | 40   | 56   | 64   | 66   | 81   | 76   | 92   | 91   | 81   | 83   | 51   | 34   | 34   | 41   | 35   | 61   | 27   | 12   | 35   | 3      | 17   |
| P.2-Aa-Emisyon               | 87   | 68   | 51   | 73   | 71   | 84   | 79   | 84   | 99   | 75   | 80   | 58   | 40   | 45   | 40   | 26   | 46   | 37   | 2    | 16   | 21     | 28   |
| P.2-Ab-Bankalar Mevduatı     | 63   | 14   | 59   | 63   | 56   | 83   | 65   | 110  | 62   | 111  | 90   | 35   | 25   | 11   | 50   | 60   | 92   | 12   | 31   | 64   | -15    | 2    |
| P.2-Aba-Bankalar Zorunlu Ka  | 61   | 21   | 53   | 70   | 59   | 87   | 85   | 67   | 92   | 106  | 47   | 37   | 16   | 3    | 37   | 36   | NC   | NC   | NC   | NC   | NC     | NC   |
| P.2-Abb-Bankalar serbest İm  | 69   | -10  | 88   | 38   | 41   | 65   | -57  | 1209 | -35  | 157  | 428  | 31   | 46   | 25   | 70   | 90   | 258  | 12   | 31   | 64   | -15    | 2    |
| P.2-Ac-Fon hesapları         | 17   | -19  | 316  | -53  | 115  | -38  | 363  | 52   | 659  | -67  | 89   | 271  | -10  | 71   | -73  | -50  | 272  | -39  | 67   | 54   | -5     | -23  |
| P.2-Ad-Banka Disi Kesimin M  | -12  | 23   | -44  | 77   | 98   | 19   | 103  | 72   | 56   | 156  | 20   | 112  | 51   | -9   | 52   | 21   | -17  | 14   | -2   | 32   | -51    | 102  |
| P.2-B-DİĞER MERKEZ BANKASI   | -13  | NC   | NC   | 295  | -1   | -63  | 150  | 251  | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | 420  | -7   | -52  | 33   | -91  | 1494 | NC   | NC     | NC   |
| P.2-Ba-Acık Piyasa İşlemler  | -73  | NC   | NC   | 290  | 0    | -76  | 186  | 236  | NC   | NC   | NC   | NC   | NC   | 670  | -14  | -56  | 38   | NC   | NC   | NC   | NC     | NC   |
| P.2-Bb-Kamunun TL Mevduatı   | 131  | -23  | 30   | 317  | -6   | -5   | 106  | 275  | 446  | 17   | -71  | 304  | 160  | -58  | 217  | -8   | 9    | 86   | 168  | -57  | 165    | 13   |

NC: hesaplanamayan veri,

**Kaynak:** TCMB



### 3.3.2.5. 2008 Küresel Mali Kriz

Satın aldığınız bir varlığı yarın satmaya kalktığınızda hala talep görüyorsa, fiyatının yüksek ve düşük olmasına bakılmaksızın, hala birileri onu talep ediyorsa, bunun anlamı sizin hala karda olduğunuzdur. Talep olduğu sürece bu karlılık durumu zincirleme devam edecektir. Ancak bir gün çok talep gören ürün ya da mal hakkında olumsuz bir algının geniş bir çevrede hissedilmesi ile arz talebi geçerse şişen fiyatlar bir anda aşağıya yönelecek ve o zaman reel anlamda malın ilk sahipleri zarar eder duruma gelecektir. Teorik olarak anlatılan bu gerçek, Amerika merkezli Mortgage Krizi'nin çıkış noktasını teşkil etmektedir. Patlayan mortgage balonunun yayılıp küresel mali krize dönüşmesi ise ayrı bir hikâyedir.

Finans kurumlarının, mevduat ve kredi kurumlarının daha çok kar elde etmek için 1990'lı yıllarda devlet güvencesinde borç ağlarını, geniş bir tabana (kredibilitesi düşük) yaydıkları görülmektedir. Özellikle alt gelir gruplarına verilen ipotekli konut kredilerinin toplam konut kredileri içindeki payı sürekli bir artış göstermiş ve 2006 yılında 625 milyar Dolar gibi bir rakama ulaşmıştır. Bu rakam piyasanın yaklaşık yüzde 20'sine denk düşmektedir.<sup>728</sup> Düşük gelir gurubuna yüksek ve değişken faizlerle mortgage kredisi (sub-prime) veren Fannie Mae, Freddie Mac, HSBC, Lehman- Brothers, CITI, Morgan Stanley, Merrill Lynch gibi finansal kuruluşlar, FED'in faiz oranlarını yukarı çekmesi ile riskli kesimin faiz yükü arttığı için, verdikleri konut kredilerini zamanı geçtiği halde tahsil edemeyince elde kalan ödenmemiş kredileri (toxic asset) risk gruplarına göre sıralayarak (AAA, AA, A, BBB, BB, B,...şeklinde 10 grup) paket halinde Uzak Doğu Asya ve diğer 3. Dünya ülkelerine değerinin altında fiyatla satmaya başladılar. Geri ödenememesi riskine karşı da bu riskli kredileri sigortalatmaları,<sup>729</sup> finansal istikrarsızlık zincirini

<sup>728</sup> George A.Akerlof ve Robert J. Schiller, **Hayvansal Güdüler**, Çev.. Neşenur Domaniç ve Levent Konyar, Scala Yayıncılık, Ocak 2010, s.59

<sup>729</sup>Örneğin 100 Dolarlık yüzde 70 geri ödenme olasılığı olan bir konut kredisi borcunu Lehman Brothers'in 80 Dolar'a ihraç ettiğini varsayalım. Bu durumda bunu satın alan Hintli bir bankanın % 70 olasılıkla 30 Dolar kazanacağı, % 30 olasılıkla da 80 Dolar' ını kaybedeceğini bilmekteyiz. Hatta bir de bunu sigortalatmışsa zarara sigorta masrafları da katılmalıdır. Bu bankanın beklenen geliri her ne kadar  $E[Y] = 0.70 * 100 - 0.30 * 80 = 46$  ise de, banka bunun yüzde 30 risk taşıdığını çok iyi biliyor olmalı. Türkiye'de bu çeşit toxic asset varlıkların itibar görmediği, bunun da Türk halkının riskten kaçan özelliğiyle ilgili olduğu varsayılmaktadır.

boğumlayarak, olası bir kredi geri ödenememesi hadisesinin tüm dünyaya mal olmasına neden olmuşlardır.

Krizi dünyaya mal eden bir diğer önemli olgu da tüm dünya ile finansal ilişkiler içinde olan Amerikan Bankalarının sermaye yeterlilik oranlarının ve aktif kalitelerinin yetersiz olmasıdır. Bu rasyoların 2008 mali krizini tetiklediği öne sürülen doktrinlerden bir tanesidir. 1929 bunalımından bu yana Amerikan Bankalarının sermaye yeterlilik oranları<sup>730</sup> sürekli düşmüştür. Buna göre Amerikan bankaların sermaye yeterlilikleri 1929 krizi öncesinde yüzde 12 olmasına rağmen 1929-1934 arası dönemde 8 bin banka batmıştır. 1920’lerde yüzde 15 olan bankaların sermaye yeterlilik oranları, 2007’de yüzde 5’lere kadar düşmüştür.<sup>731</sup> Aynı durum İngiltere merkezli bankalar için de geçerlidir. Sermaye yeterlilikleri yanında aktiflerin kalitesi de krize karşı bankaların dayanıklılıklarını ölçmede etkili bir kriter olarak kabul edilmektedir. Aktif kalitesi, özkaynaklar içindeki varlıkların risklilik durumları ile anlaşılabilir. Günümüz için konuşacak olursak; özkaynaklarında Yunanistan devlet tahvillerini yüksek oranda barındıran bir bankanın kırılgan olduğu ve Yunanistan’ın kaderine bağlı bir geleceği olduğu öne sürülebilir. Bu durum 2008 krizinde de kendini göstermiştir. Örneğin, bankaların aktifleri içindeki devlet tahvilleri yüzde 40 ya da üzerindeyse ve faiz oranları da yüzde 5 ise, faizlerin birden artması sistemdeki birçok bankanın büyük kayıplar yaşamasına neden olabilir.<sup>732</sup> FED bunu 2007 öncesinde Amerika’da denedi ve kaybetti. Daha sonra FED, krizden çıkmak için hem piyasaya yaklaşık 1 trilyon Dolar sürdü, hem de ardı ardına faiz indirimlerine gitmek zorunda kaldı (Grafik 3.17).<sup>733</sup>

<sup>730</sup> Bankaların karşı karşıya kaldıkları her türlü riske (operasyonel, piyasa, kredi,) karşı koyabilecek kadar özkaynak bulundurmasıdır.

<sup>731</sup> Financial Times, 24 Ocak 2010

<sup>732</sup> Ömer Faruk Çolak, **Şeytanın Oku Dediği Yazılar**, Efil Yayınevi, 2010, s.148-149

<sup>733</sup> Loan Nistor ve Maria Ulici, “Banking Crisis Case of US Banks Versus UK Banks”, **Finance-Challenges of the Future**, No.11, 2010, ss.26-34, s.29

**Grafik 3.17. Ocak 2007-Şubat 2010 Arası Dönemde Amerika’da Faiz Oranları**



**Kaynak:** Loan Nistor ve Maria Ulici, “Banking Crisis case of US Banks versus UK Banks”, **Finance-Challenges of the Future**, ss.26-34, s.29

Bir kısım iktisatçılar da krizin suçlusu olarak büyüme sarhoşluğuna kapılan ve zamanında piyasalara müdahale edemeyen Beyaz Saray ve FED’i gösterirler. Onlara göre, düşük gelir gruplarına verilen kredilerin (Sub-prime mortgage) ödenememesi sonucu ortaya çıkan krizin hissedilmesine rağmen önüne geçilememesi, büyüme devam etsin diye FED ve Beyaz Saray’ın ses çıkarmamasına dayanmaktadır. Bu iki kurum riskleri gördükleri halde büyümenin devam etmesi için önlem almaya kalkışmadı.

İçinde Nobel Ekonomi Ödülü sahibi bazı iktisatçıların olduğu bir grup da, küresel finansal krize “davranışsal iktisat” penceresinden bakmayı tercih ettiler. Çünkü insanlar sadece ekonomik güdülerle hareket etmezler ve bu yüzden de her zaman ekonomik karını maksimum kılmak isteyen bir insan profili yoktur. Bu bağlamda 2008 mali krizini “Hayvansal Güdüler”le açıklamaya çalışan Nobel Ekonomi Ödüllü George Akerlof, Robert Schiller ile birlikte yaptığı çalışmada bireylerin çıkarları peşinde koşarken güven, adalet, yolsuzluk ve para yanılsaması gibi olguların ekonomik kararlarına etki ederek bireylerin rasyonel karar vermelerine engel

olacağını öne sürmüşlerdir.<sup>734</sup> Keynes de aldığımız kararların çoğunun nicel faydamızın nicel olasılık değeriyle çarpımının bir ağırlıklı ortalaması sonucu ortaya çıktığını ileri sürerek,<sup>735</sup> belirsizliğin ve bilgi temelli olmayan kararların (duygusal davranışlarımız) ekonomik istikrarsızlıklara yol açacağını ve piyasa dengesinin bu yüzden uygun bir noktada buluşmasının imkânsız olduğunu öne sürmüştür.<sup>736</sup> Keynes, iktisadi faaliyetlere hâkim olan güdünün hayvansal olduğunu (animal spiritus); bunun da iktisadi dalgalanmaların nedeni olduğunu düşünmektedir. Ona göre iktisadi dalgalanmaları, para aldanması (money illusion), güven bunalımı, iktisadi adalet algısındaki değişme gibi faktörler etkilemektedir.<sup>737</sup> Max Weber de insanın rasyonel amaç, rasyonel değer, geleneksellik ve psikolojik dürtülerin hesaba katıldığı dört önemli faktörün etkiyle hareket ettiğini savunmaktadır.<sup>738</sup> Bu yüzden hayvansal güdüler, 1929 Bunalımında olduğu gibi 2008 küresel krizinde de büyük dalgalanmaların yaşanmasına sebep olmuştur.

2008 küresel finans krizinin ortaya çıkardığı bir diğer gerçek de piyasaların kendiliğinden dengeye geleceğine inanan Yeni Klasik İktisat Piyasa Düzeni'nin iktisat tarihini bir kenara bırakarak,<sup>739</sup> aşırı uzmanlaşmaya dayalı bir öğretiyi 2008 krizinin gelişimini tahmin edememiş olmasıdır. Oysa kriz öncesinde dünyada hâkim iktisadi ekol yeni klasik iktisadın deregulasyonları ve aşırı uzmanlaşmayı öneren özel sektör itmeli modeli idi. Onlara göre piyasalarda rekabet hariç, az kural etkin çalışma olması için olmazsa olmazdı. Tüm ekonomiyi alt piyasalara ayırarak matematiksel modeller yardımı ile analiz eden, ekonomik bireyin davranışlarını rasyonel kabul eden Yeni Klasik Ekonomi Öğretisi'nin aksine, birey davranışları eksik bilgi, manipülatif ortam, siyasi kararlar, sürü psikolojisi gibi irrasyonel

---

<sup>734</sup> Akerlof ve Schiller, **a.g.e.**, s.13

<sup>735</sup> John Maynard Keynes, **The General Theory of Employment, Interest and Money**, Atlantic Publishers, 2008, s.144-145

<sup>736</sup> Richard Bronk, **Romantik Ekonomist**, Çev.: Dilek Berilgen Cenkçiler, Efil Yayınevi, 2010, s.287-288

<sup>737</sup> Akerlof ve Schiller, **a.g.e.**, s.13, 23 ve 99.

<sup>738</sup> Mustafa Erkal, **Sosyoloji**, Der Yayınları, 14. Baskı, İstanbul, 2009, s.78

<sup>739</sup> Kendiliğinden dengeye gelme olgusu uzun dönemde ancak gerçekleşebilmektedir. Her şeyin yeniden dengeye gelmesi için beklenecek süre uzadıkça üretim düşüşlerinin işsizliği daha da derinleştireceği ve firma batışlarının artacağı cari dönemin bir gerçeğidir. Keynes bunu “ Uzun dönemde hepimiz ölmüş olacağız” şeklinde özetlemektedir (Eğilmez, **Makro Ekonomi Türkiye’den Örneklerle**, s.253)

etkenlerle şekillenmektedir. Bu yüzden de 2008 krizini ancak Keynezyen İktisatçıların eleştirel bakış açısı öngörebilmiştir.<sup>740</sup>

Hayvansal güdülerini bir kenara bırakırsak, 2008 küresel krizinin rasyonel üç temel sebebi olarak şunları sayabiliriz:<sup>741</sup>

- 1970’den bu yana ABD başta olmak üzere gelişmiş ülkelerin finans piyasalarına gereken denetim ve düzenlemeleri yapmamış olmaları,
- 1990’dan sonra finansal kuruluşların finansal mühendislik sınırlarını zorlayarak aşırı riskli alanlarda faaliyet göstermeye başlamaları ve
- 2000’den sonra ABD ve diğer önde gelen gelişmiş ülkelerde iktisat politikalarının kötü yönetilmiş olması, krizin bu derece yaygınlık kazanmasına ve şiddetinin yıkıcı olmasına sebep olmuştur.

2008 yılının ikinci yarısında Amerika’da ortaya çıkan kriz giderek derinleşmiş, Avrupa ve Asya ülkelerine de sirayet etmesi uzun zaman almamıştır. Krizden en derin ve en erken etkilenen ülke Avrupa’da İzlanda oldu. İzlanda’nın bankacılık sistemi çöktü ve GSYİH’sı % 65 oranında daraldı. Ekim 2008’de bir hafta içinde İrlanda’nın üç büyük bankası iflas etti.<sup>742</sup> Krizin etkilerinin iç ve dış yayılma kanalları Şekil 3.3’te özetlenmiştir.

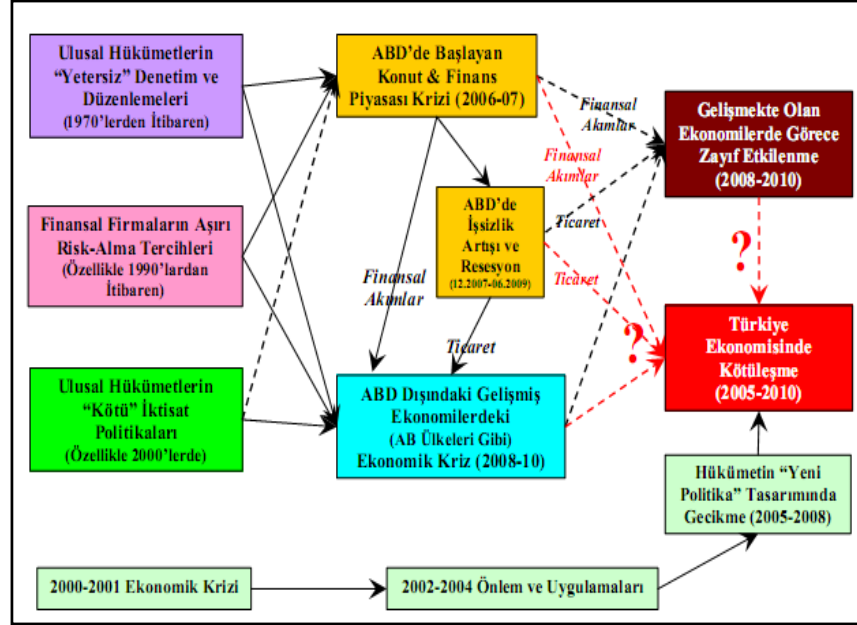
---

<sup>740</sup> Seyfettin Gürsel, “Yeni Klasik İktisadın Sorumluluğu”, **Referans Gazetesi**, 20 Kasım 2008.

<sup>741</sup> Aykut Kibritçiöğlu, “Effects of Global Financial Crisis on Turkey”, **MPRA Paper**, No. 29470, Mart 2011, s.5-6

<sup>742</sup> Jon Danielsson, “The First Causality of the Crisis: Iceland”, in **The first Global Financial Crisis of the 12th Century**, Edited by: Andrew Felton and Carmen M. Reinhart, Part II, Jun-December 2008, s.9

**Şekil 3.3. ABD’deki Finansal Krizin Dünya ve Türkiye Ekonomileri Üzerindeki Etkileri (2006-2010)**



**Kaynak:** Aykut Kibritçiöğlu, “Effects of Global Financial Crisis on Turkey”, **MPRA Paper**, No. 29470, Mart 2011, s. 6

Hükümetler, krizden çıkış için bir dizi acil tedbirler olarak 1929 yılındaki gibi bir buhranın ortaya çıkmasına engel olmaya çalıştılar. Birinci tedbir olarak, gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkenin hazinesi finansal kuruluşların batmaması için sermaye enjeksiyonunda bulundular. ABD’de kongre tarafından onaylanan yardım paketi 750 milyar Dolar büyüklüğündeydi<sup>743</sup>. İkincisi, finansal kuruluşların varlıklarına devlet güvencesi getirilmiş ve üçüncü tedbir olarak da para ve maliye politikalarında gevşemeye gidilerek talep canlı tutulmaya çalışılmıştır. Tablo 3.31 alınan tedbirlerin ülkelere göre neler olduğunu ortaya koymaktadır. Buna rağmen ülkelerin birbirinden bağımsız aldıkları bu tedbirler bir bütün olarak istenilen sonucu vermekten uzak kalmıştır.<sup>744</sup>

<sup>743</sup> Olivier Blanchard’a göre bu denli büyük kurtarma paketleri neticesinde gelişmiş ekonomiler büyük bir borç yükünün altına girecekler ve krizden çıktıktan sonraki 1-2 yıl boyunca bu ekonomiler kamu açıklarını dengeye getirmek için büyük bir mücadele verecekler. Bu da ülkelerin büyümelerini olumsuz etkileyecektir (Olivier Blanchard ve Jose Vinals, “Joint Foreword to World Economic Outlook and Global Financial Stability Report”, in **World Economic Outlook** April 2010, IMF, 2010, s.12)

<sup>744</sup> TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2008, s.4

**Tablo 3.31.Kriz Karşısında Ülkelerin Aldıkları Önlemler**

| ülke            | Likidite desteği | Faiz İndirimleri | Yurtiçi piy.Likidite imkan.ilişkin düz. | Yabancı Para Swap İşle. Başlatılması ya da artırılması | Teminat Swapları | Banka borç.tam kamu garantisi | Likit olm. varlık.doğrudan/d olaylı şekilde alımı | Sermaye enjeksiyonu | Kamulaştırma | Açığa Satışlara getirilen kısıt | Mevduat güvencelerinin artırılması | IMF ile Stand-by Anlaşması |
|-----------------|------------------|------------------|-----------------------------------------|--------------------------------------------------------|------------------|-------------------------------|---------------------------------------------------|---------------------|--------------|---------------------------------|------------------------------------|----------------------------|
| ABD             | *                | *                | *                                       | *                                                      | *                | *                             | *                                                 | *                   | *            | *                               | *                                  |                            |
| ECB             | *                | *                | *                                       | *                                                      |                  | *                             | *                                                 | *                   | *            |                                 | *                                  |                            |
| Almanya         | *                | *                | *                                       | *                                                      |                  | *                             | *                                                 | *                   |              | *                               | *                                  |                            |
| Arjantin        | *                |                  | *                                       |                                                        |                  |                               |                                                   |                     |              |                                 |                                    |                            |
| Avusturalya     | *                | *                | *                                       | *                                                      |                  | *                             | *                                                 |                     |              | *                               | *                                  |                            |
| Britanya        | *                |                  | *                                       | *                                                      |                  |                               |                                                   |                     |              |                                 |                                    |                            |
| Çek Cumhuriyeti |                  | *                | *                                       |                                                        |                  |                               |                                                   |                     |              |                                 | *                                  |                            |
| Çin             | *                | *                |                                         |                                                        |                  |                               |                                                   |                     |              |                                 |                                    |                            |
| Endonezya       | *                |                  | *                                       | *                                                      |                  |                               |                                                   |                     |              | *                               | *                                  |                            |
| Fransa          | *                | *                | *                                       | *                                                      |                  | *                             |                                                   | *                   |              | *                               |                                    |                            |
| Güney Kore      | *                | *                | *                                       | *                                                      |                  | *                             |                                                   |                     |              | *                               |                                    |                            |
| İngiltere       | *                | *                | *                                       | *                                                      | *                | *                             |                                                   | *                   | *            | *                               | *                                  |                            |
| İsviçre         | *                | *                | *                                       | *                                                      | *                |                               |                                                   | *                   |              | *                               |                                    |                            |
| İtalya          | *                | *                | *                                       | *                                                      | *                | *                             |                                                   | *                   | *            | *                               | *                                  |                            |
| İzlanda         |                  | *                | *                                       | *                                                      |                  |                               |                                                   | *                   | *            |                                 | *                                  | *                          |
| Japonya         | *                | *                | *                                       | *                                                      |                  |                               |                                                   | *                   |              | *                               | *                                  |                            |
| Macaristan      | *                | *                |                                         |                                                        |                  |                               |                                                   |                     |              |                                 | *                                  | *                          |
| Meksika         |                  |                  | *                                       | *                                                      |                  |                               | *                                                 |                     |              |                                 |                                    |                            |
| Rusya           | *                |                  | *                                       |                                                        |                  | *                             |                                                   | *                   | *            | *                               | *                                  |                            |
| Türkiye         |                  | *                | *                                       |                                                        |                  |                               |                                                   |                     |              |                                 | *                                  |                            |

**Kaynak:** TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2008, s.4

Tabloda görüldüğü gibi gelişmekte olan ülkeler daha çok likidite desteği, faiz indirimleri, banka borçlarına kamu güvencesi verilmesi, mevduat güvencelerinin arttırılması, gibi tedbirlere başvururken, gelişmiş ülkeler piyasaya sermaye enjeksiyon edilmesi ve yabancı para swap işlemlerinin arttırılması yada başlatılması gibi ek önlemlere de başvurdular. İzlanda ve Macaristan IMF ile standby anlaşması imzalayarak dışarıdan nakit desteği alan iki ülke olmuştur. Türkiye'nin aldığı önlemler yurtiçi piyasalara likidite sağlanmasına dair düzenlemeler, faiz indirimleri ve mevduat güvencelerinin arttırılması ile sınırlı kalmıştır.

Acil tedbirler dışında ülkeler kriz anında ve krizden çıkışta iki farklı iktisat politikası izlediler: Maliye ve Para politikası. Para politikası alanında yapılanlar, faizlerin indirilerek gerileyen ve adeta durgunluğa giden harcama eğilimlerinin yeniden ayağa kaldırılması ve merkez bankalarının rezervlerine erişim kolaylığı sağlanarak harcamaların desteklenmesi şeklinde olmuştur.<sup>745</sup>

Maliye politikası alanında yapılanlar ise deflasyonsit ortamda Keynesyen maliye politikalarının izlenmesi şeklinde olmuştur. Bu bağlamda kamu harcamaları arttırılarak vergi oranları indirilmeye başlandı. Hatta ülkeler banka ve şirketlere kredi desteği yada sermaye vermeye hazır olduklarını deklare edip uygulamaya koydular. Türetici borçlarının ertelenmesi ya da devletçe ödenmesi de bu dönemde görülen diğer maliye politikası uygulamalarındandır.<sup>746</sup> Grafik 3.18 krize karşı ülkelerin aldıkları mali yardım paketlerinin büyüklüğünü göstermektedir. Buna göre gelişmiş ülkeler gelişmekte olan ülkelere oranla daha fazla zarar gördüklerinden, başta ABD olmak üzere krizden en çok etkilen ülkeler en fazla mali yardım vaadinde bulunmuşlardır.

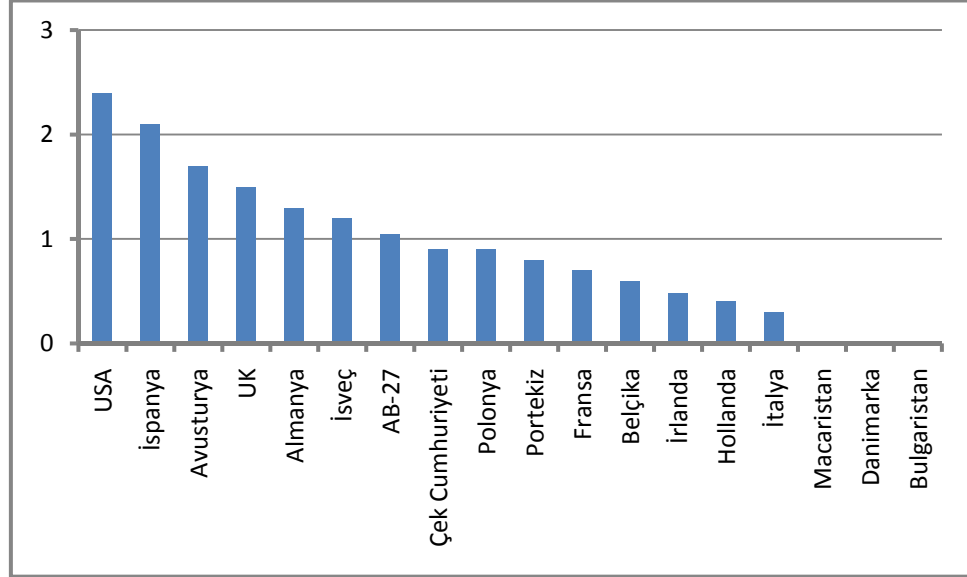
---

<sup>745</sup> Eğilmez, **Makro Ekonomi Türkiye'den Örneklerle**, s.298.

<sup>746</sup> A.e.



**Grafik 3.18. Krizle Mücadele İçin Ülkelerin Yaptıkları Mali Yardımlar  
(Mayıs 2010 itibari ile)**



**Kaynak:** Eurostat; Ömer Faruk Çolak, *Şeytanın Oku Dediği Yazılar*, Efil Yayınevi, 2010, s.154

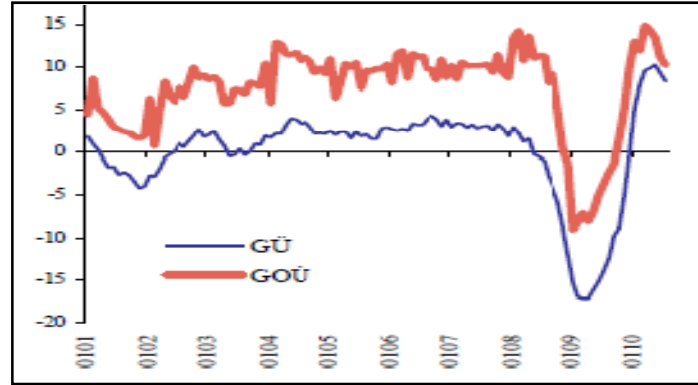
Küresel krize karşı ve kriz sonrasına ilişkin küresel boyutta çözüm arayışları G-20 ülkelerinin katıldığı zirvelerde de tartışıldı. Krizden çıkış için küresel ölçekte tedbirler alınması mutabakatla kabul edilirken, krize karşı alınacak önlemlerin ne olacağı konusunda, sanayi kapitalizminin liderleri olan Fransa ve Almanya ile finansal kapitalizmin liderleri olan Amerika ve İngiltere arasında 2 Nisan 2009 tarihinde Londra’da yapılan G-20 Zirvesinde görüş birliği sağlanamamıştır. Bu toplantılarda dile getirilen krizden çıkış senaryolarından biri de Amerika’nın toksik varlıkları (toxic assest) devralması ya da hazine kâğıtlarıyla değiştirerek, bankaların ellerindeki karşılıksız kredileri tüketmek ve bankacılık sistemine yeniden işlerlik kazandırmaktır.<sup>747</sup> Ayrıca bu toplantılarda parasal birlik anlamında çözüm önerileri de sunulmuş ve IMF’nin parası olan SDR’nin (Special Drawing Right-Özel Çekme Hakları) dünyada geçerli tek para birimi olması önerilmişti.

Bu kriz döneminde büyüme oranları dünya genelinde sıfırın altında gerçekleşmiş; ülkelerin toparlanması yavaş ve kademeli olmuştur. Grafik 3.19’da gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin sanayi üretim endeksleri verilmiştir. Grafiğe göre 2010

<sup>747</sup> Eğilmez, a.g.e., s.299

yılında dünyada büyüme Asya-Pasifik ülkeleri ve gelişmekte olan ülkeler sürüklemeye devam etmiştir.<sup>748</sup> Aynı grafik gelişmekte olan ülkelerin hem krizden daha az etkilendiklerini, hem de gelişmiş ülkelere göre krizi daha çabuk atlattıklarını göstermektedir.

**Grafik 3.19. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Sanayi Üretim Endeksleri**



\*GÜ: Gelişmiş Ülkeler, GOÜ: Gelişmekte Olan Ülkeler

Kaynak: TCMB, Enflasyon Raporu Ekim 2010, s.17

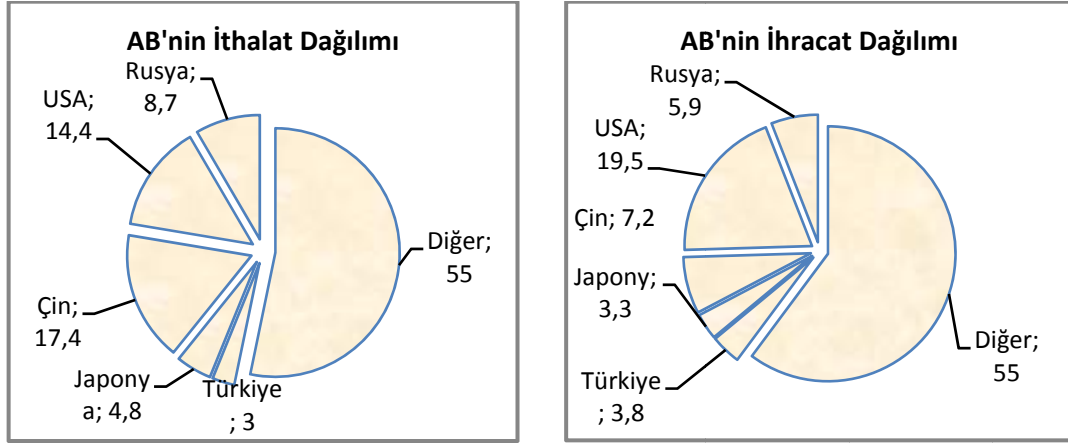
#### 3.3.2.5.1. Küresel Mali Krizin Türkiye'ye Etkileri

Küresel mali kriz en derin olarak Kıta Avrupasında ve Amerika'da hissedilmiştir. Hala da atlatılabilmiş değildir. Türkiye'nin toplam ihracatının yüzde 50'ye yakını bu bölge ile ilişkilidir. AB'nin ise toplam ihracatının yüzde 3,8'i; ve toplam ithalatının da yüzde 3'ü Türkiye ile ilişkilidir (Grafik 3.20). Yani Türkiye, bölge ile yakın ticari ilişkiler içindedir. Krizle birlikte dış âlem talebi zayıfladığı için Türkiye'nin toplam ihracatı 2008 yılının üçüncü çeyreğinde hızla düşmeye başladı (Grafik 3.21).<sup>749</sup> Türkiye Ekonomisi Eylül 2008'de yıllık 136 Milyar Dolar ihracat hacmine ulaştıktan sonra, krizle birlikte Aralık 2008'de yıllık 83 milyar Dolar'a kadar düşmüş ve kriz öncesi ihracat hacmine ancak Şubat 2011'de kavuşmuştur. Aynı dönemde ithalat hacminde de sert düşme görülmesine rağmen, krizden çıkışta ülke içi talep canlı olduğundan dolayı, ihracata göre daha hızlı toparlanıp zaman içinde aradaki makası (dış ticaret açığı) Türkiye'nin aleyhine açmıştır.

<sup>748</sup> TCMB, Enflasyon Raporu Eylül 2010, s.15

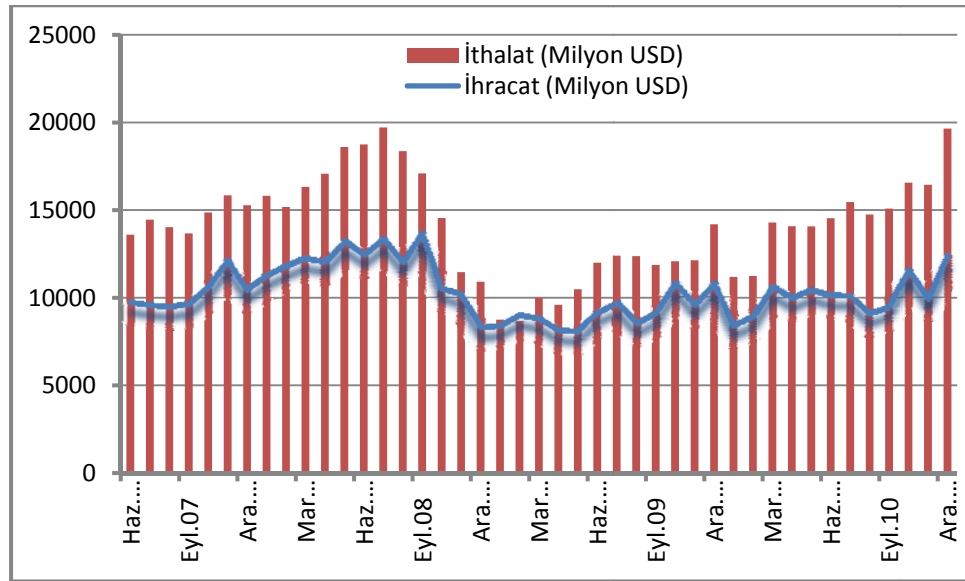
<sup>749</sup> TCMB, Enflasyon Raporu 2010-IV, s.6

**Grafik 3.20. Avrupa Birliği'nin İthalat ve İhracat Kompozisyonu (Mayıs 2010)**



**Kaynak:** Ömer Faruk Çolak, Şeytanın Oku Dediği Yazılar, Efil Yayınevi, 2010, s.154

**Grafik 3.21. İhracat ve İthalat (milyon USD): Türkiye (2007-2010)**



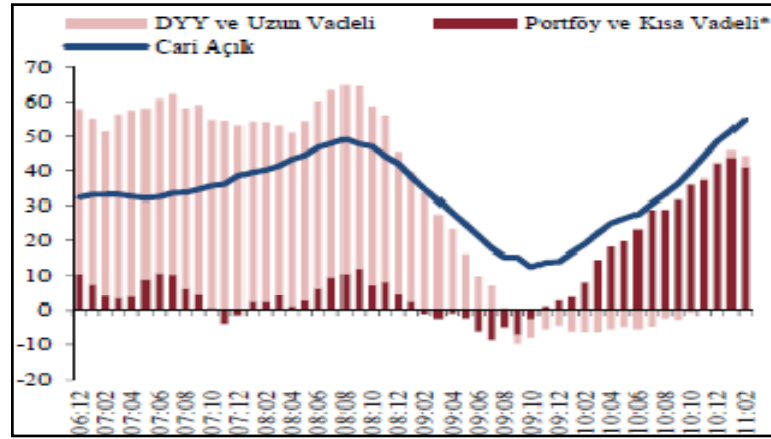
**Kaynak:** TCMB

Küresel kriz Türkiye'yi sadece dış ticaret üzerinden değil, ülkeye gelen doğrudan yabancı sermaye yatırımları yönüyle de etkilemiştir. Krizden önce Türkiye'ye gelen doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının % 76,8 kadarı AB kökenli yatırımlardır.<sup>750</sup> Dolayısıyla krize giren bu bölgeden kriz öncesi gibi doğrudan

<sup>750</sup> Çolak, a.g.e., s.151

yabancı sermaye yatırımlarının gelmesini beklemek pek olası görünmemektedir. Doğrudan yabancı sermaye yerine krizden sonra küresel risk iştahındaki azalmaya bağlı olarak ülkeye gelen kısa vadeli sermaye girişinde yüksek artışlar yaşanmış ve gelen sermaye cari işlemler hesabının oluşturduğu açığı telafi etmiştir. Yani, küresel krizden sonra cari açığın temel finansman bileşenlerinde bir değişiklik meydana gelmiştir. Grafik 3.22’de görüldüğü gibi krizden önce Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DYY) ile büyük oranda finanse edilen cari açık, 2009’un son aylarından itibaren, DYY’nin açığı finanse etmesi devam etse de, giderek kısa vadeli sermaye girişleri ve portföy yatırımları ile finanse edilmeye başlanmıştır.

**Grafik 3.22. Cari Açığın Finansman Kaynakları**

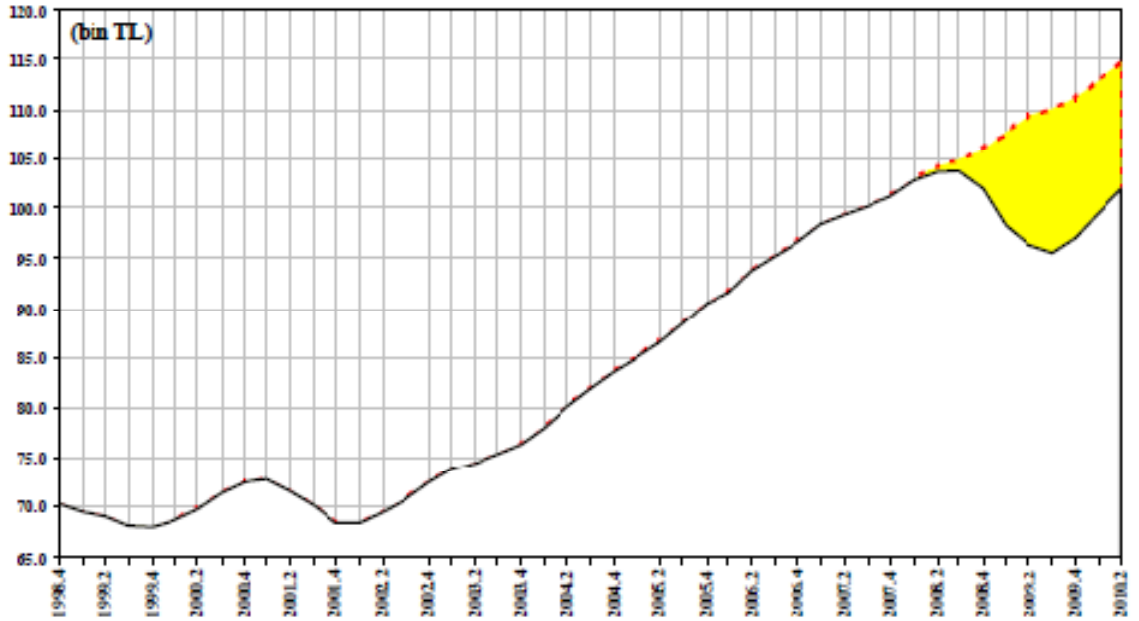


**Kaynak:** Erdem Başçı ve Hakan Kara, “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, TCMB Çalışma Tebliği, No.11/08, 2011, s.3

Özetle, Türkiye yurtdışındaki gelişmelere bağlı olarak 2008q3-2009q2 döneminde ciddi bir ekonomik durgunluğa girmiştir. Türkiye’deki finans ve reel sektör kesimlerinde çift haneli kayıplar ortaya çıkmıştır. Buna rağmen Türkiye 2001 krizinden sonra aldığı önlemler sayesinde bu krizde bankacılık kesiminde daha az kırılganlık yaşamıştır. Bir tek banka bile batmamıştır, bankacılık kesimi krizden sağlam çıkmıştır. Sanayi üretimi diğer dünya ülkelerine kıyasla daha sert ama geçici bir şekilde düşmüştür. İşsizlik % 14,6’ya çıkmış; 2010’dan sonra düşme eğilimine girmiş olsa da hala istenilen seviyeye ulaşılabilmiş değildir. Reel üretimin kriz öncesi

düzeye gelmesi 2,5 yıl sürmüştür <sup>751</sup>(Grafik 3.23). Kriz öncesi elde edilen büyüme eğilimi ile kriz şartlarında elde edilen fiili büyüme arasındaki fark potansiyel hasıla kaybını vermektedir. Grafikteki taralı (sarı) alan kriz dolayısıyla kaybolan toplam hasıla miktarını göstermektedir. Bu alan basit bir integral hesabıyla kolayca hesaplanabilmektedir. Ancak burada bu hesap verilmeyecektir.

**Grafik 3.23. Türkiye’de Küresel Krizin Reel GSYİH Cinsinden Bedeli**



**Kaynak:** Aykut Kibritçiöğlu, “Effects of Global Financial Crisis on Turkey”, **MPRA Paper**, No. 29470, Mart 2011, s.17

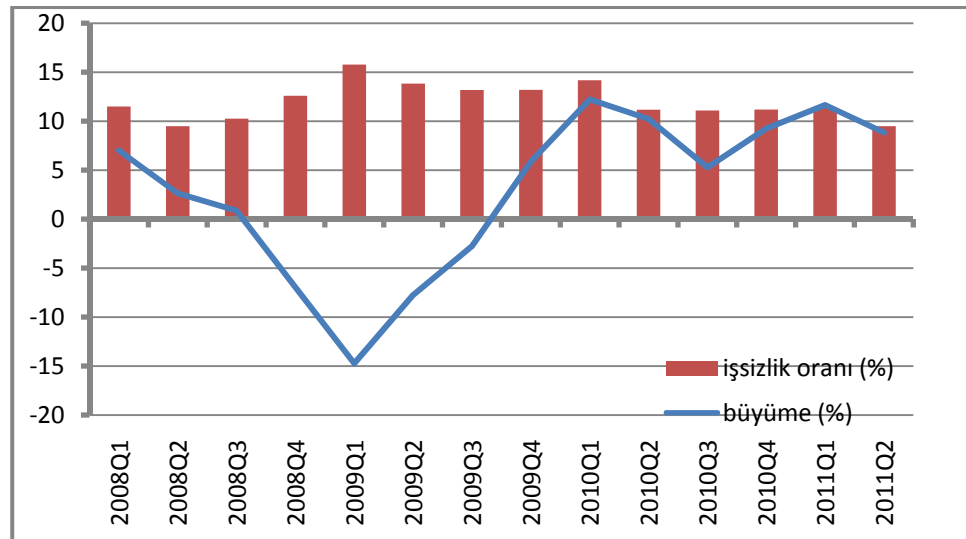
Küresel mali krizin tüm dünyayı kapsayacak boyuta vardığı 2008 yılının son çeyreğinden itibaren tüm ülkeler para ve maliye politikaları ile krizin ağır tahribatını minimuma indirmek için uğraşmışlardır. Keynesyen politikalar doğrultusunda Türkiye de para ve maliye politikaları ile krizin negatif etkilerini azaltmaya çalışmıştır. Para politikası uygulamaları olarak TCMB’nin piyasalara likidite desteği verdiğini ve faiz indirimlerine giderek kredi piyasalarının ve finansal sistemin canlı kalması için mücadele ettiğini görmekteyiz. Faiz indirimlerini önden yapan TCMB, 2008 yılının Kasım ayından itibaren yaklaşık bir yıllık süreçte politika faizlerini 1025 baz puanı indirmiştir. Bir yıllık süre zarfında yapmış olduğu toplam faiz indirimleri ile gelişmekte olan ülkeler arasında hem en erken faiz indirimine başlayan hem de

<sup>751</sup> Kibritçiöğlu, a.g.e., s.17

toplamda en fazla faiz indiren merkez bankası TCMB olmuştur.<sup>752</sup> Para politikaları bağlamında bu krizden merkez bankasının aldığı ilk ders, merkez bankasının artık sadece fiyat istikrarını değil, aynı zamanda finansal istikrarı da gözetme görevini<sup>753</sup> yürütmesi gerektiği ve uygun politika araçlarını bu amaçla aktif olarak devreye koyması gerektiğidir.

Maliye politikası cephesinde ise hükümet, dayanıklı tüketim mallarında ve otomotivde vergi indirimlerine giderek daralan talebi canlı tutmaya çalışmıştır. Yapılan vergi indirimleri sonrasında 2009 yılı ilk çeyreğinde yüzde 15,79 seviyesine çıkan işsizlik frenlenmiş, aynı yılın son çeyreğinde yüzde 13,21 düzeyine çekilmiştir. Krizden sonra daralan ekonomi 2009 yılı ilk çeyreğinde dip yaparak yüzde 14,74 oranında daralmıştır. Gevşek para ve maliye politikası uygulamaları sonrasında ekonomik büyüme tekrar artışa geçerek 2009 yılının dördüncü çeyreğinde yüzde 5,86 olmuştur (Grafik 3.24).

**Grafik 3.24. Küresel Krizde Büyüme ve İşsizlik Oranları: Türkiye (2008-2011)**



**Kaynak:** TCMB

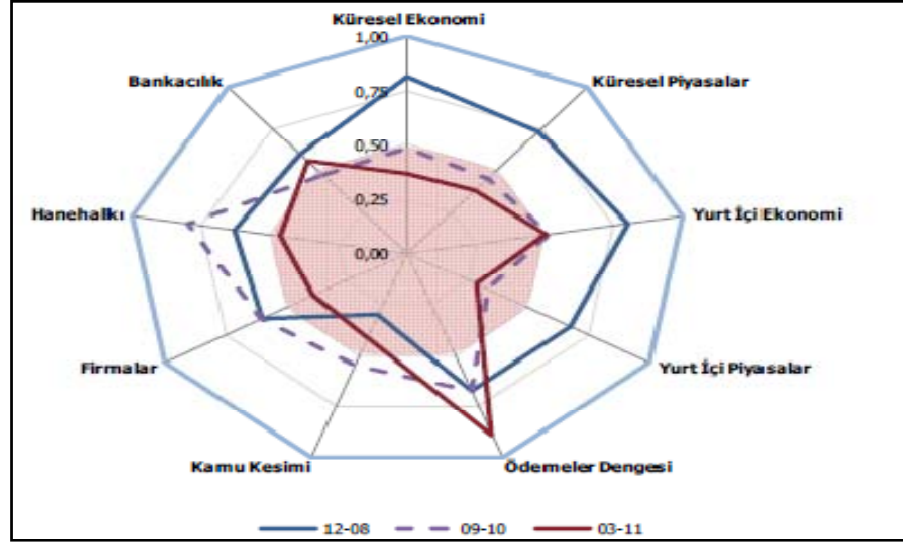
Sonuç olarak 2008 küresel krizinin Türkiye'ye olan etkileri tüm iktisadi boyutlarda sıfırlanmamış olsa da Şekil 3.3'te görüldüğü üzere küresel ekonomi ve piyasalara

<sup>752</sup> Başçı ve Kara, **a.g.e.**, s.2

<sup>753</sup> Seyfettin Gürsel, "Aşırı Tepki", **Radikal Gazetesi**, 31 Mart 2011.

ilişkin riskler azalma eğilimine girmiştir. Krizin hala sürmeye devam ediyor olmasının en büyük nedeni gelişmiş ülkelerdeki işgücü ve kredi piyasalarının kriz öncesi seviyelerine ulaşmamış olmasıdır.<sup>754</sup>

**Şekil 3.3. Finansal İstikrarın Makro gösterimi**



**Kaynak:** TCMB Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2011,s.5

#### **3.3.2.5.2. Küresel Kriz Sonrası Merkez Bankacılığı ve Alternatif Para Politikası Yaklaşımları**

2008 küresel mali krizi hem merkez bankacılığında hem de geleneksel para politikaları yaklaşımında köklü değişiklikler meydana getirmiştir. Merkez bankaları artık kurala bağlı mikro öngörü politikasından basirete ve duruma bağlı makro öngörü politikasına (micro-prudential politikadan macro-prudential politikaya) geçmeye başladılar. Küresel krizden önce merkez bankacılığının genel para politikasına bakış açısı şu üç önermede özetlenebilir:<sup>755</sup>

Birinci önerme, fiyat istikrarı makroekonomik istikrar için yeterlidir. Eğer merkez bankası kısa bir dönem içinde enflasyonu istikrara kavuşturmayı başarır, ekonominin sağlam bir yapıya kavuşacağına inanılıyordu. Bunu sağlamanın en iyi

<sup>754</sup> TCMB Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2011,s.5

<sup>755</sup> Claudio Borio, “Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters”, **BIS Working Papers**, No.353, Eylül 2011, s.2-3

yolu da enflasyon hedeflemesi rejimiydi. Kullanılacak politika aracı da kısa vadeli faiz oranlarıydı.

İkinci önerme, para politikasının ekonomiye olan etkisini aktarmak için kısa vadeli faizler yeterlidir. Bu yolla gecelik borçlanma faiz oranları dahil diğer tüm faizlerin kontrol altında tutulacağına inanılıyordu. Merkez bankalarının Japonya örneğinde görüldüğü gibi sıfır faize zorlanmaları sonucu “likidite tuzağına” düşebilecekleri olasılık dahilinde değerlendirilmiyordu. Oysa Olivier Blanchard, 2003 yılında Avrupa’yı da Japonya benzeri bir likidite tuzağının beklediğini haber veriyordu.<sup>756</sup>

Üçüncü önerme, eğer her merkez bankası kendi ekonomisinin sorunlarını kendisi çözerse, küresel para politikası da sağlam yere basacaktır. Bu doktrin-herkes evinin önünü süpürürse tüm sokak temiz olur- küresel finansal istikrara mikro öngörü (micro-prudential) penceresinden bakmayı tavsiye etmektedir: Her kurum kendisi sağlam olursa, tüm finansal sistem sağlam olur. Bu bağlamda merkez bankalarının yapması gereken tek şey kendi ülke ekonomilerinde fiyat istikrarını sağlamak ve döviz kurlarının serbest dalgalanmasına izin vermektir.<sup>757</sup>

Mali krizle birlikte üzerinde ittifak edilen bu üç önerme tartışmalı hale gelmiştir. Krizden sonra üzerinde uzlaşılan homojen bir para politikası önermesi olmadığı gibi öne sürülen çözümler de henüz tartışılmaktadır. Krizden sonra üzerinde fikir birliğine varılan konular şunlardır: Birincisi, düşük ve istikrarlı enflasyon finansal ve makroekonomik istikrarı garanti etmemektedir. İkincisi, merkez bankalarının krizin enkazını para politikaları ile çözmeye çalışmaları hem çok maliyetli olmakta hem de bunu sadece faiz politikası ile yapmaya çalışmaları yeterli gelmemektedir. Genel ekonomi teorisinde bilinenin aksine sert faiz indirimleri ekonomik canlandırmaya yetmemiş ve krizin ortaya çıkardığı maliyetleri yeterli derecede telafi edememiştir. Üçüncüsü, merkez bankalarının liderliğinde, regülasyonlar ve finansal kurumların

---

<sup>756</sup> Olivier Blanchard, “Monetary Policy and Unemployment”, Monetary Policy and Labour Market Conference, New School, 2002, s.7

<sup>757</sup> Andrew K. Rose, “A Stable International Monetary System Emerges: Inflation Targeting is Bretton Woods, Reversed”, **Journal of International Money and Finance**, Vol.26, Issues.5, pp. 663-681, 2007



gözetim ve denetimi mikro yaklaşımlardan makro yaklaşımlara taşınmalıdır.<sup>758</sup> Bunun anlamı regülasyonların ve finansal düzenleme ve denetimlerin kurumların bireysel olarak ele aldıkları bir konu olmaktan çıkıp küresel ölçekte ele alınmasıdır.<sup>759</sup>

Krizden sonra üzerinde uzlaşa sağlanamayan konular da şunlardır: Finansal dengesizliklere karşı parasal rejimler ne ölçüde, nasıl ve ne kadar süreli uygulanmalıdır. Para politikası, faizleri mi yoksa merkez bankası bilançosunu mu hedeflemelidir. Krizden önce izlenen para politikasının finansal krize katkısı ne kadardır.

Bu yaklaşım ve dönüşümlerden, küresel mali krizden önce oldukça rahat olan merkez bankacılığının temellerinin son krizle birlikte şiddetli şekilde sarsıldığı ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda geleneksel merkez bankacılığı bir daha asla kriz öncesi aldatıcı rahatlığı elde edemeyecektir.<sup>760</sup> Artık merkez bankacılığı krizden önceki gibi sadece fiyat istikrarı temel amacı için enflasyon hedeflemesi uygulayan kurumlar olamayacaktır. Krizden sonraki birkaç yıl merkez bankacılığının deneme-yanılmalarla kendisi için en doğru rotayı bulmaya çalışılacağı bir zaman dilimi olacaktır.<sup>761</sup> Bu bağlamda merkez bankaları krizden sonra sadece fiyat istikrarı hedefi için değil aynı zamanda finansal istikrar hedefi için de politika yürütmek zorunda kalacaklardır.

Ayrıca küresel mali krizin merkez bankacılığı ve para politikası bağlamında yaptığı önemli değişikliklerden bazıları da şunlardır: Krizle beraber dalgalı kur rejimi, Dolar'ın rezerv para olması, sabit kur sistemleri ve enflasyon hedeflemesi para politikalarının öncelikli konusu olmaktan çıkarken; bunların yerine yönetilen kur sistemleri, çok sayıda paradan oluşan rezerv paralar ve finansal istikrar daha öncelikli konular olmaya başlamıştır.<sup>762</sup>

---

<sup>758</sup> Claudio Borio, "Implementing A Macroprudential Framework: Blending Boldness and Realism", **Research Conference on Financial Stability: Towards A Macroprudential Approach**, Honk Kong SAR, 5-6 July 2010, (Çevrimiçi), <http://www.bis.org/repofficepubl/hkimr201007.12c.htm>, Erişim: 12.11.2011; G20 Toplantısı, Londra 2009

<sup>759</sup> Borio, **Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters**, s.4

<sup>760</sup> A.e., s.1

<sup>761</sup> Charles Goodhart, "The Changing Role of Central Banks", **BIS Working Papers**, No.326, Kasım 2010, s.1-35.

<sup>762</sup> Jeffrey A. Frankel, What's In and Out in Global Money, **Finance and Development**, Volume 56, No 3, 2009, s.13-17

Özellikle katı enflasyon hedeflemesi rejimi krizden sonra ciddi darbe yemiştir. Oysa krizden önce modern merkez bankacılığının en önemli göstergesi sayılmaktaydı. Krizden sonra enflasyon hedeflemesi rejimini tek başına uygulamak rafa kalkarken, yerini kredi ve varlık balonlarını söndürmeye dayalı finansal istikrar politikaları (macro-prudential) aldı. Yani, para politikasıyla finansal istikrarı birleştiren ve böylece finansal riskleri ortadan kaldıran yeni bir politika karması gündeme gelmeye başladı. Bu politika karmasının en etkili politika araçları olarak repo faizleri, Tobin Vergisi ve zorunlu karşılıklar politikası ön plana çıkmaktadır. Bu politika tüm dünyada geleneksel para ve maliye politikalarının yanında üçüncü bir politika tipi olarak yer almaya başladı.

Krizden sonra gündeme gelen macro-prudential araçların finansal riskleri azaltmadaki rolü ampirik çalışmalarla da ortaya konmaya çalışılmaktadır. Bu bağlamda hangi enstrümanların nasıl kullanılması gerektiği analiz edilerek merkez bankacılığına katkı sunulmaktadır. Lim, et. al (2011), macro-prudential araçların sistemik riskleri azaltmadaki etkinliğini 49 ülkeyi kapsayan geniş bir ampirik çalışma ile analiz ettiler. Elde edilen analiz sonuçlarına göre en sık kullanılan para politikası araçlarının birçoğu finansal sektörün karşı karşıya kaldığı risk şoklarını azaltmada etkili sonuçlar vermiştir.<sup>763</sup> Ancak macro-prudential politikaların hangi koşullarda etkili bir politika aracı olduğu da önem arz etmektedir. Lim ve diğerlerine göre enflasyon hedeflemesi rejimi için geçerli olan önkoşulların yanı sıra uygun kurumsal çerçeve, güçlü bir kontrol ve denetim mekanizması ve iyi yönetilen makroekonomik politikalar başarılı bir macro-prudential politika için hayati önem taşımaktadır. Bu bağlamda Merkez bankalarını bekleyen en büyük tehlike ise finansal istikrara fazlaca dahil olmaları sonucu şişen bilançoları ve finansal krizden sonra ortaya çıkacak kamu kesimi borçları merkez bankası bağımsızlığını tehdit edecektir. Bununla nasıl mücadele edileceği ise henüz çözüme kavuşturulamamış ucu açık bir tartışmadır.<sup>764</sup>

---

<sup>763</sup> C.Lim, F. Columba, A. Costa, P. Kongsamut, A. Otani, M. Saiyid, T. Wezel, ve X. Wu, "Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences", **IMF Working Paper**, No.238, 2011, s.

<sup>764</sup> Borio, **a.g.e.**, s.12

### 3.3.2.5.3. TCMB Alternatif Para Politikası Yaklaşımı(Macro-Prudential Policy)

2008 krizinden sonra merkez bankalarının uygulamaya çalıştıkları para politikaları eskisi gibi “tek tip” olmaktan çok, ülke dinamiklerine ve gelişmişlik durumuna göre farklılıklar arz etmiştir. Özellikle ülkelere gelen kısa vadeli yabancı sermaye konusunda oldukça farklı yaklaşımlar ortaya çıkmıştır. Bu yaklaşımlardan birincisi, Brezilya ve Güney Kore’nin uyguladığı, bir yandan faiz oranlarını yükselterek parasal sıkılaştırmaya giden bir yandan da ülkeye gelen kısa vadeli sermayeye karşı Tobin Vergisi ile kısıtlayıcı tedbirler alan yaklaşımdır. İkincisi de, Türkiye’nin Kasım 2010’dan bu yana uygulamaya çalıştığı, “Daha düşük politika faizi, daha geniş faiz koridoru ve daha yüksek zorunlu karşılık oranları politikasıdır. Kısaca makro-ihtiyati çerçeve planında bir yandan yurtiçi kredileri ve tüketici taleplerini soğutmaya çalışırken bir yandan da kısa vadeli faiz oranlarını mümkün olduğunca düşük seviyede tutarak kısa vadeli sermaye girişlerini önlemeye çalışan bir politika karmasıdır.”<sup>765</sup> Birbirine tezat bu politikaları yürütmek gelecek dönemde merkez bankalarının para politikalarında daha çok bağımsızlaşacaklarına ancak bir o kadar da ayrışacaklarını göstermektedir.

TCMB’nin uyguladığı enflasyon hedeflemesi rejimi küresel krizle birlikte çeşitli açılardan tatışılır hale gelmiştir. Bu rejim, finansal varlık fiyatlarında oluşan balonların finansal sisteme sirayetinde engel olacak bir yapıda tasarlanmadığı için, merkez bankası krizle birlikte önem kazanan finansal istikrarı korumak için yeni bir para politikası yaklaşımı geliştirmek zorunda kalmıştır.<sup>766</sup> 2008 küresel krizi ile birlikte TCMB, makro finansal riskleri sınırlamak için birbirini tamamlayıcı politika demetlerinden oluşan makro riskleri azaltıcı (macro-prudential) tedbirler kapsamında, faiz dışı araçların sistematik bir yaklaşımla ele alınmasını gerektiren çalışmalar yapmış, ve bu araçları faiz aracının yanında alternatif bir strateji olarak aktif araç kümesine dâhil etmiş ve uygulamıştır. Yani, banka hem fiyat istikrarını hem de finansal istikrarı birlikte sağlamak için kullandığı aktif araç kümesini çeşitlendirmiştir. Merkez bankalarının birden fazla aracı bir arada kullanmasını

<sup>765</sup> Erdem Başçı, “Central Bank of The Republic of Turkey”, sunumlar, **IMF Toplantıları**, Washington, April 2011, s.9-10

<sup>766</sup> Özatay, **Nasıl Oluyor da Oluyor? Para Politikası (2)**

öngören bu yaklaşım oldukça karmaşık ve sebep sonuç ilişkilerinin doğrulanmasını zor kılan bir çerçeveye oturmaktadır. Merkez bankasına göre hedef fiyat istikrarı olsa da bu hedefi gerçekleştirmek için sadece kısa vadeli faizlerin politika aracı olarak kullanılması yetmez; bunun yerine birden fazla politika aracı ile iç ve dış finansal dengeyi birlikte sağlamak mümkün olmaktadır. Örneğin artan talebin fiyat istikrarına zarar vermesi söz konusu olduğu durumda, fiyatlarda istikrar sağlamak için faiz oranlarını aşağı çekmek sermaye girişlerini yavaşlatabilmektedir. Bu anlamda dış dengeyi sağlayan faiz oranı iç dengeyi sağlayan faiz oranından farklılaşabilmektedir.<sup>767</sup> Bu yüzden de birden fazla politika aracı uygulamaya konulmalıdır. TCMB krizden sonra finansal istikrar ve fiyat istikrarı ara hedefleri doğrultusunda, kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmak ve kredi genişlemesini yavaşlatmak için zorunlu karşılık oranları ve faiz politikasını<sup>768</sup> birlikte kullanmaktadır.<sup>769</sup> Zorunlu karşılık oranları politikası, kısa vadeli faizlere göre etki süresinin kısa olması ve bankacılık sistemindeki borç verilebilir fonları doğrudan kontrol etme imkânı tanınması nedeniyle merkez bankası tarafından tercih edilmektedir.<sup>770</sup> Kısa vadeli faizler politikası aktarım mekanizmaları yoluyla fiyatlara etki ettiği için politika sonuçlarını görmek için uzun bir zamana ihtiyaç vardır.

Merkez bankası bu politika demetini ilk kez krizden sonra sorun teşkil eden cari açık ile savaşırken kullandı.<sup>771</sup> Zira küresel mali krizden çıkarken iç talebin aşırı canlı olması nedeniyle Türkiye için cari hesap kalemi sorun teşkil etmeye başlamıştı. Reel faiz oranları diğer gelişmiş ülkelere göre cazip olduğu için de 2010 yılından başlayarak Türkiye'ye gelen kısa vadeli sermaye cari açığın kapanmasına yardımcı olmuş ama yaşanan kredi genişlemesi merkez bankasının önlem almasını gerektirmiştir. Grafik 3.25'te 2006-2011 yılları arasında yurtiçi kredi hacmindeki

---

<sup>767</sup> Başçı ve Kara, **a.g.e.**, s.3-4

<sup>768</sup> Merkez bankası Faiz koridoru olarak gecelik borç verme ve borçlanma faizleri arasındaki farkı genişleterek faiz koridorunu aktif bir para politikası aracı haline getirip, faizlerdeki oynaklığını minimize etmeye ve esnek bir faiz politikası izlemeye çalışmaktadır (Başçı, **a.g.e.**, s.5)

<sup>769</sup> TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2011, s.22-23

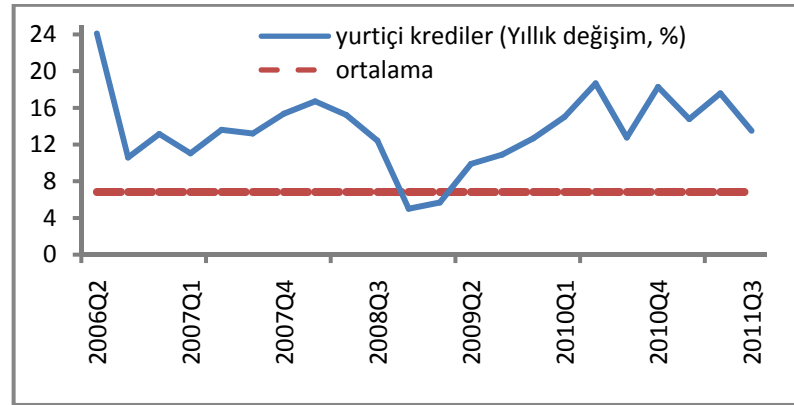
<sup>770</sup> Kumcu, **9 Ayda Etki Yapmayan Politika Politikası Olamaz**

<sup>771</sup> Aslında Türkiye'deki cari açık sorunu yapısalıdır. Tasarruflarla yatırımlar arasındaki farktan kaynaklanmaktadır. Merkez bankası politikaları ile bir noktaya kadar azaltılabilir. Bireylerin tüketim eğilimleri kısa vadede aşağı çekilemeyeceğine göre, yurtiçi tasarrufların artırılması gerekmektedir. Bunun için yapılması gereken de her yıl işgücüne katılan bir milyonun üzerindeki geniş kesimlere iş imkânı sağlanmasıdır. Bu işsiz kesim önce istikrarlı bir gelire sahip olacak ki tasarruf yapabilsin.

genişleme gösterilmektedir. Grafikten görüldüğü gibi 2008 yılında azalarak ortalamanın altına düşen kredi hacmi, 2009 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren artarak genişlemektedir. Merkez bankasının 2010 Kasım ayında zorunlu karşılık oranlarını arttırarak kredi piyasasına müdahale etmesi sonucu kredi genişlemesi dalgalı ama yatay bir seyir izlemeye başlamıştır. 2006-2010 döneminde yıllık ortalama % 6,8 oranında artan kredi hacmi, 2008 yılı son çeyrekte ve 2009 yılı ilk çeyrekte -% 1,8 oranında daralmıştır. Canlı iç talepten dolayı çabuk toparlanan piyasa, 2009 yılı üçüncü çeyrekte hızla bir genişleme sürecine girmiş, 2010 yılı üçüncü çeyrekte % 11,8 oranında artmıştır. Merkez bankası tam da bu noktada zorunlu karşılıkları arttırarak kredi genişlemesini frenlemiştir.

Kredilerin GSYİH içindeki payına bakıldığında, 2003 yılında % 14; 2006 yılının son çeyreğinde % 33 ve 2010 yılı ikinci çeyreğinde bu oran % 44,4 seviyesine çıktığı görülmektedir. Bu arada mevduatın krediye dönüşüm oranı küresel krizden önce Ağustos 2008’de % 89,7 iken, 2010 yılı Eylül ayında % 83,8’e çıkmış olsa da hâlâ kriz öncesi seviyenin gerisindedir.<sup>772</sup> Yani bankaların kaydi para yaratma çarpanı küçülmüştür.

**Grafik 3.25. Türkiye’de Kredi Genişlemesi**



\*: Krediler, reel sektöre açılan tüketici kredisi ve firmalara açılan kredilerden oluşmaktadır.

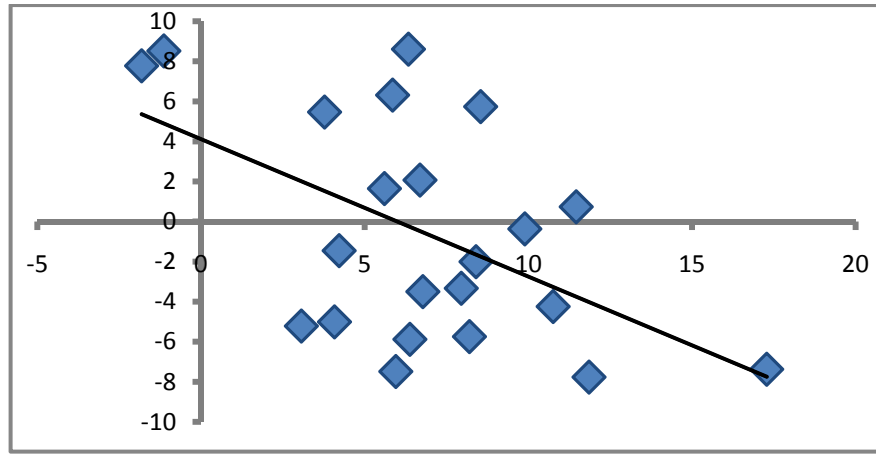
**Kaynak:** TCMB

Kredi genişlemesi ithalatı arttırdığı için dış ticareti negatif etkileyerek, dolaylı yoldan cari denge üzerinde olumsuz etkide bulunmaktadır. Grafik 3.26’da yatay eksen

<sup>772</sup> TCMB, Enflasyon Raporu, Aralık 2007-IV, s. 48

yurtiçi kredilerin yıllık yüzde değişimlerini, dikey eksen de dış ticaret dengesinin (ihracat/ithalat) yıllık yüzde değişimini göstermektedir. Grafikte, dışa düşen iki veri hariç, kredi genişlemesinin ihracat/ithalat ile ters orantılı olduğu çizilen eğilim doğrusundan da anlaşılmaktadır. Grafiğe göre yurtiçi kredi genişlemesi yıllık yüzde 17,28 arttığında, dış ticaret dengesi yüzde -7,37 düzeyine inmektedir. Yani, kredi genişlemesi ve sermaye girişlerinin tetiklediği iç talep dış ticaret ve cari işlemler açığı sorunlarına yol açarak toplam ekonomik büyümeyi desteklemektedir.<sup>773</sup>

**Grafik 3.26. Kredi Büyümesi ve Dış Ticaret Dengesi**



**Kaynak:** TCMB, Finansal İstikrar Raporu Aralık 2010, sayı 11, s.41

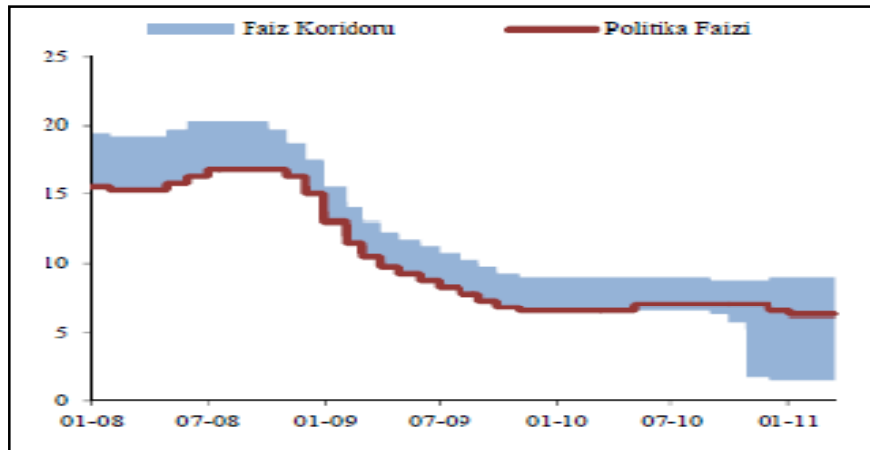
Hızlı kredi genişlemesinin cari açık ve finansal istikrar üzerinde yaratabileceği risklere karşı merkez bankası faiz dışı araçlar kullanarak aktif bir politika izlemiştir,<sup>774</sup> potansiyel sorunlar karşısında merkez bankasının önlem olarak sadece faizleri arttırma yoluna gitmeyeceğini vurgulamıştır. Çünkü banka fiyat istikrarı yanında makro finansal istikrarı da destekleyeceğini vurguladığından, olası faiz artışının sermaye girişlerini iyice besleyerek finansal dengesizliği arttırabileceğine inanıyordu. Diğer bir deyişle faizler yükseltilemezdi, çünkü cari işlemler dengesi açık vermeye devam ediyordu. Olası faiz artışları Türk Lirası'nın aşırı değerlenmesine yol açabilir ve bunun sonucunda da artan bütçe açıkları ekonomiyi

<sup>773</sup> TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Aralık 2010, Sayı 11, s.40

<sup>774</sup> A.e, s.6

yeniden duraklama dönemine sürükleyebilirdi.<sup>775</sup> Bunun yerine getiri/risk oranını azaltan alternatif bir politika seçeneği olarak zorunlu karşılık politikasını devreye koydu. Merkez bankası faizleri düşük tutarak hem kısa vadeli sermaye girişlerini engelleyebilecekti hem de zorunlu karşılıkları arttırarak kredi genişlemesinin önüne geçebilecekti. Görüldüğü gibi merkez bankası iki aracı aktif kullanarak farklı ve dinamik bir para politikası stratejisi izlemiştir. Ayrıca günümüzde TCMB'nin likiditeyi miktar ihaleleri yolu ile yapıyor olması (sınırsız likidite yok) da faiz riski kanalını güçlendiren bir unsur olmuştur. Faiz riski kanalını güçlendiren bir diğer unsur da yükümlülüklerin vadesine göre zorunlu karşılık oranlarının farklılaşması ve kısa vadeli sermayenin mevduatla ikame edilebilirliğinin bu sayede azaltılmasıdır. TCMB'nin bu yeni politika stratejisi çerçevesinde, faiz koridorunun genişletilmesi (Grafik 3.28), politika faizlerinin tahmin edilebilirliğinin azaltması ve zorunlu karşılıkların artırılıp vadelerine göre farklı oranların öngörülmesi gibi düzenlemeler kısa vadeli sermaye girişi ve kredi genişlemesinin yavaşlatılmasına yönelik birbirini tamamlayan araçlar olarak tasarlanmıştır.<sup>776</sup> Merkez bankası kredi genişlemesine karşı sürdürdüğü çabaların neticesinde geline noktaı “2011 yılı içinde sınırlı bir parasal sıkılaştırma yapılarak kredi genişleme hızının yüzde 20-25 civarına düşürüldüğü” şeklinde özetlemektedir.<sup>777</sup>

**Grafik 3.28. Politika Faizi ve Faiz koridoru**



**Kaynak:** Başçı Kara, a.g.e., s.6

<sup>775</sup> Deniz Gökçe, Merkez Bankamız İyi Yönetiliyor, **Akşam Gazetesi**, 30 Kasım 2011.

<sup>776</sup> Başçı ve Kara, a.g.e., s.5-8

<sup>777</sup> TCMB, Enflasyon Raporu, Ocak 2011, s.16

TCMB'nın uygulamaya koyduğu bu yeni politika karmasının diğer bir hedefi de bankaların uzun dönem yükümlülüklerinin toplam yükümlülükler içindeki payını arttırmaktır. Nitekim eldeki verilere göre bankaların TL ile yaptığı swap işlemlerinin hacminde anlamlı bir artış gözlemlenmiş, mevduatların ortalama vadesi uzamıştır. Uygulama öncesi 45 gün olan ortalama mevduat vadesi uygulama sonrasında 51 güne kadar çıkmıştır.<sup>778</sup>

TCMB zorunlu karşılıklar yoluyla kredi genişlemesini durdurmaya çalışırken, enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde belirlediği repo faizinin de anlamlı olması için bankaların likidite ihtiyaçlarını karşılamaya çalışmaktadır. Ancak bu sefer de azalan kredilerin merkez bankasınca API yolu ile telafi edilmesi yoluna gidilmiştir.<sup>779</sup> Mayıs 2011 itibari ile uygulanan bu yeni politika karması ile bankalardan 50 milyar TL çekilmişken, API yolu ile ticari bankalara yaklaşık 40 Milyar TL senetle borçlanma yoluna gidilmiştir.

Özetle, eğer ekonomi ısınmışsa ve varlık balonları oluşmaya başlamışsa, faizleri yükseltmek geleneksel ekonomi teorisinin tavsiye ettiği en ideal çözümdür. Ama Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası 2008 küresel mali krizinden çıkarken çok canlı olan iç talebi frenlemek ve giderek sorun olmaya başlayan cari açık sorununu çözmek için önerilenin aksine politika faizini indirdi ve zorunlu karşılıkları yükselterek ısınan kredi balonunu söndürmeye çalıştı.<sup>780</sup> Ayrıca faizler düşük tutulduğu için de içeriye kısa vadeli sermaye, yani sıcak para girişi engellenmiş oldu. Yani banka hem fiyat istikrarını hem de finansal istikrarı gözeten bir politika demeti kullandı. Yaygın ismiyle macro-prudential politikalara başvurdu. TCMB finansal riskleri azaltmak için, zorunlu karşılık politikasını başvuran tek merkez bankası değildir. Krizden sonra Arjantin, Bulgaristan, Peru, Uruguay, Romanya, Endonezya,

---

<sup>778</sup> Başçı ve Kara, **a.g.e.**, s.15

<sup>779</sup> Özatay, **Nasıl Oluyor da Oluyor? Para Politikası (4)**

<sup>780</sup> 2011 yılı Eylül ayı itibari ile Türk bankacılık sektöründe kullanılan kredilerin yıllık artış oranı % 20-25 aralığına yükselmiştir. Bu kredilerin kaynağı olan mevduatlar ise yılda yılda % 10-11 aralığında artış göstermektedir. Bu çarpıklık, dış tasarrufları kullandırmaya ve sonucunda cari açığın ortaya çıkmasına neden oluyor.



Çin Hırvatistan ve Kolombiya merkez bankaları da zorunlu karşılık oranlarını macro-prudential araçlar bağlamında kullanmaya başlamışlardır.<sup>781</sup>

Bu konuya bir nokta koyarken 2011 yılında artan cari açığın bir döviz yada finansal kriz yaratması olasılığına değinmekte fayda vardır. Artan cari açığın döviz krizleriyle son bulduğu 1994 ve 2001 krizlerine bakıldığında, sadece cari açığın değil aynı zamanda, Tablo 3.32’de görüldüğü gibi, bütçe açıkları ve kamu borç yükünün de o tarihlerde çok yüksek olduğu görülmektedir. Ayrıca 1994 ve 2001 krizlerinde toplam dış borcun büyük kısmı kamuya aitken, bugün bu durum değişmiştir. 1993 yılında toplam dış borçlar yüzde 20,34 oranında, 2000 yılında ise yüzde 15,01 oranında artmışken, 2011 yılında toplam dış borçların artış oranı yüzde 7’de kalmıştır. Toplam dış borçlar içinde kısa vadeli borçların artış oranları da yine sırasıyla yüzde 45,92, 23,47 ve 8,62’dir (Tablo 3.33).

**Tablo 3.33. Seçilmiş Yıllar İçin Kamu Dış Borç Kompozisyonu ve Artış Oranı**

| Yıl  | Toplam Borç(%) | Kısa Vadeli Borç(%) | Uzun Vadeli Borç(%) |
|------|----------------|---------------------|---------------------|
| 1993 | 20,34          | 45,92               | 13,29               |
| 2000 | 15,01          | 23,47               | 12,59               |
| 2011 | 7,00           | 8,62                | 6,40                |

**Kaynak:** TCMB

Ayrıca 1993 ve 1994 yıllarında kamunun borçlanma maliyetleri yüksek ve vadesi de kısaydı. Oysa bugün içerde faizler yüksek olmadığı için muhtemel bir finansman sıkıntısında döviz kuru beklenen düzeltmeyi yapacak ve cari açık kendiliğinden daralabilecek durumdadır. İkinci olarak da bugün cari açık olduğu gibi kamuya maledilemez. Yurtiçinde faaliyet gösteren yabancı özel şirketler ara malları ithalatını ana ülkeden gerçekleştirdiklerinden, cari açığın ortaya çıkmasında büyük pay sahibidirler. Döviz borçları çoğunlukla bu şirketlerin ve yerli ortakların defterinde kayıtlıdır. Bunların arkasında da kamu garantisi olmadığı için cari açığın bir krize dönüşme riski görünmemektedir. Cari açığın neden kriz yaratmayacağına bir diğer sebep te, cari açığın finansman şeklinde ve kalitesinde meydana gelen değişimlerdir. Eskiden cari açık, kısa vadeli sermaye akımları ile kapatılırken, günümüzde doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile açık kapatılmaktadır. 2010 yılındaki cari

<sup>781</sup> Lim, et.al, **a.g.e.**, s.70

açığın yüzde 10 kadarı Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ile karşılanmışken, 2011 yılının ilk çeyreğinde bu oran yüzde 24' e çıkmıştır.

**Tablo 3.32. Krize Giden Süreçlerde Başlıca Göstergeler**

|                                       | 1993  | 2000 | 2011  |
|---------------------------------------|-------|------|-------|
| Bütçe açığı (% GSYİH)                 | 6,7   | 10,9 | 3,5   |
| Cari işlemler dengesi (milyar Dolar)) | -6,45 | -9,9 | -60** |
| Rezerv miktarı (Brüt, Milyar Dolar)   | 8     | 18   | 83    |
| Faiz (Hazine bileşik, borçlanma)      | 96    | 38   | 8,5   |
| TÜFE (% , yıllık değişim)             | 50    | 54,8 | 6     |
| Toplam dış borç stoku (% GSYİH)       | 38    | 59,4 | 44    |
| Büyüme, GSYİH (%)                     | 8,44  | 6,80 | 8,83* |

\*: 2011 ikinci çeyrek sonu verisidir.

\*\*: 2011 yılı Ekim ayı verileridir.

**Kaynak:** TCMB

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **ARA REJİM HEDEFLEMESİNE GÖRE TCMB PERFORMANSINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER :1990-2011**

Bu bölümde, merkez bankasının fiyat istikrarı temel amacı (zaman zaman da finansal istikrar) doğrultusunda uyguladığı ara rejim tiplerine göre merkez bankasının öngördüğü parasal değişkenlerden sapmasını etkileyen makroekonomik değişkenler bir ekonometrik model çerçevesinde sunulmaktadır. Bu sapmaya yol açan para ve maliye politikası değişkenleri ile dış ticaret ve dış şokların etki düzeyleri ortaya çıkarılmaya çalışılmaktadır. Yani merkez bankası başarısını etkileyen bir model önerisi ortaya konulmaktadır. Bu amaçla kurulan modelin katsayı tahminleri En Küçük Kareler (EKK) ve Probit yaklaşımı ile elde edilmektedir. Elde edilecek katsayıların etki düzeyleri ve anlamlılık durumlarına bakılarak merkez bankasının dönem boyunca izlediği politikanın kurala göre mi, yoksa duruma göre mi olduğuna karar verilecektir.

#### **4.1. AMAÇ**

Ekonometrik analizin amacı, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın 1990 yılından bu yana uyguladığı para politikalarının performans kriterlerini etkileyen faktörlerin neler olduğunu saptamak ve etki düzeyleri hakkında kısa ve uzun dönemli projeksiyonlar sunmaktır. Çünkü hedeflediği büyüklükleri tutturmak merkez bankasına güvenilirlik, hesapverebilirlik ve dolaylı yoldan fiyat istikrarı için bekleyişleri yönlendirme noktasında önemli avantajlar sunmaktadır. Bu yüzden sapmanın nedenlerinin ortaya çıkarılması önem arz etmektedir.

Şüphesiz ampirik bir modelde merkez bankasının başarısını açıklayacak çok sayıda değişken ele alınabilir. Fakat bu tez çalışmasında ara rejim olarak parasal hedeflemenin kullanıldığı dönemler için merkez bankasının hedeften sapmasını etkileyen değişkenler olarak Özdemir, Karasoy ve Kunter'in (2000) net iç varlık ve net dış varlık hedeflerinden sapmayı ortaya çıkarmak için kullandıkları makroekonomik değişkenler ile enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulandığı

dönemler ve tüm ara rejimler için Mishkin ve Hebbel'in (2001) kullandığı değişkenler ve Carare, et al.(2002) tarafından kurulan ekonometrik modelde kullandıkları makroekonomik değişkenler bu çalışma için referans olmuştur. Ayrıca ek olarak, Türkiye'nin kendine özgü makroekonomik değişkenleri üzerinden, özellikle merkez bankasının raporlarında ve başkanlarının sözlü yada yazılı uyarılarında çokça yer edinmiş ve tartışılmış iktisadi değişkenlere de verilmiştir. Bu yüzden bu çalışma, 1990-2011 döneminde merkez bankasının koyduğu ara hedefleri ne ölçüde başardığını yada hedeften sapmalar gösterdiğini cari işlemler dengesi, para ve maliye politikası makro gösterge büyüklükleri üzerinden analiz etmeye çalışmaktadır. Merkez bankasının hedefleri ne ölçüde başardığı yada başaramadığını bir öngörü performansı bağımlı değişkeni yardımıyla ölçüp bu değişkeni etkileyen para ve maliye politikası değişkenlerinin etki derecesi ortaya çıkarılmaya çalışılmaktadır

Merkez bankası günümüzde uyguladığı enflasyon hedeflemesi rejiminde enflasyon hedeflerini, TÜFE'nin yıllık yüzde değişim oranı üzerinden "nokta hedefler" olarak belirlese de, belirlenen bu nokta hedeflerden sapma olmayacağına dair kesin bir taahhüdü yoktur. Bunun için nokta hedef etrafında iki yönde simetrik bir belirsizlik aralığı bırakılmaktadır. Mesela 2010 yılı enflasyon oranı, üst belirsizlik aralığı yüzde 8,5 alt belirsizlik aralığı yüzde 4,5 olacak şekilde yüzde 6,5 olarak hedeflenmiştir. Geçmişte ara rejim olarak parasal hedeflerin kullanıldığı dönemlerde de merkez bankası aralık hedefi yada nokta hedefler ilan etmekteydi. Örneğin merkez bankası 1990 yılındaki parasal programında 1990 yılındaki merkez bankası bilançosunu 12-22 trilyon TL olarak hedeflemiştir. Bir bakıma bu belirsizlik aralıkları merkez bankasının hesap verebilirlik mekanizması çerçevesinde hedeften aşırı sapma sınırlarını da tarif etmektedir. Daha önce tezin 2. ve 3.bölümlerinde anlatıldığı gibi günümüzde hedeflenen değerlerden aşırı sapmalar olması durumunda banka hedeften sapmanın nedenlerini ve hedefe tekrar yakınsanması için alınması gereken tedbirleri yazılı olarak hükümet'e bildirmekte ve kamuoyu ile de yıllık ya da enflasyon raporları çerçevesinde üç ayda bir paylaşmaktadır. Merkez bankası, belirlenen nokta ya da aralık hedeflerinden yukarı ve aşağı yönlü sapmaları aynı kategoride değerlendirmektedir. Çünkü 1990 yılından bu yana merkez bankası kurala göre bir

para politikası uygulamaya çalıştığını deklare etmektedir. Kurala göre politika üst ve alt sınırları belirlenmiş hedefler dâhilinde hareket etmeyi gerektirdiği için merkez bankasının öngörülerinde başarılı olması için bu sınırlar dahilinde kalması gerekmektedir.

Bu çalışma elde edilen bu hedeften sapma değişkeninin merkez bankasının fiyat istikrarı temel amacı için bir güvenilirlik kaybı olduğu gerçeğinden yola çıkarak, bu sapmayı etkileyen para ve maliye politikası değişkenlerinin neler olabileceğini ortaya koymaya çalışmaktadır. Çünkü merkez bankası kısa vadeli faiz aracını fiyat istikrarı temel amacı için hedefleri tutturmak doğrultusunda kullansa da para politikasının kontrolü dışındaki unsurlardan kaynaklanan oynaklıklar ile ekonomideki veri ve model belirsizlikleri hedeften sapılmasını zorunlu kılmaktır. Kurulacak model bu anlamda merkez bankası için bir “başarı fonksiyonu” önerisi de olacaktır

Ekonometrik çalışmayı 1990’dan başlatmamızın nedeni, merkez bankasının resmi anlamda ilk kez 1990 yılında kamuoyuyla paylaştığı bir parasal hedefleme programının olmasıdır. Daha önce 1986-1989 arası dönemde kendi içinde bazı parasal varlıklara hedefler koymuşsa da bu kamuoyuyla paylaşılmadığı için bağlayıcı bir taahhüt niteliği taşımamaktadır. 1990-2010 döneminde merkez bankasının temel hedefi fiyat istikrarı olmasına rağmen, özellikle 1990-1999 arası dönemde finansal istikrarı da ikincil bir hedef gibi amaçlamış bu uğurda kullandığı ara hedef seçiminde dönemsel olarak çeşitli parasal göstergeler kullanmıştır: MB bilançosu, Net iç varlıklar, toplam yurtiçi yükümlülükler, toplam yurtdışı yükümlülükler, MB parası, rezerv para ve net yurtiçi yükümlülükler bunların başında gelir. Merkez Bankası bilanço büyüklüklerine sınırlar getiren parasal hedefleme uygulaması ile para tabanını kontrol etmiş ve enflasyonist etkilerin sınırlandırılmasını sağlamaya çalışmıştır. Merkez Bankası bilançosunun Net İç Varlıklar kalemi için tavan, Net Uluslararası Rezervlerdeki dönemsel değişim için taban değerler belirlenmiş ve bu değerler merkez bankası için performans kriteri haline getirilmiştir<sup>782</sup>. Dolayısıyla merkez bankasının Tablo 4.1 ’de görülen dönemlerde uyguladığı ara rejimlerle temel hedefi olan fiyat istikrarını ne ölçüde başarabildiği, aynı zamanda bir taahhüt olarak

---

<sup>782</sup> TCMB Yıllık Rapor 2001, s.2

duyurduğu parasal büyüklüklerin ve enflasyon hedeflerinin ne ölçüde gerçekleştirildiği ya da hedeflerden ne kadar sapma gösterildiği, merkez bankalarının güvenilirlikleri için büyük önem arz etmektedir.

Merkez bankası 1990-2005 arasında fiyat istikrarı için parasal hedefler koymuştur. Ancak Ocak 2000’de döviz kuru çapası rejimi ile de fiyatlarda istikrar sağlanmaya çalışılmış, fakat uygulanmakta olan yanlış bir politika krizle neticelenmiştir. Çünkü, Mundell-Fleming modelinden ve üçlü açmaz kuralının varsayımlarından bildiğimiz serbest sermaye hareketine açık bir ekonomide sabit döviz kuru uygulanıyorsa, bağımsız bir para politikası izlenemeyeceği kuralı bu dönemde göz ardı edilerek hem faiz hem de döviz kuru birlikte kontrol edilmeye çalışılmıştır. Hatta, hem parasal hedefler koyulmuş hem de faizler kontrol altında tutulmaya çalışılmıştır. Başarısız süren döviz kuru çapası dönemi dâhil merkez bankası parasal hedefleme politikasına açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilen 2006 yılına kadar devam etmiştir. Esnek kur düzenine 2001 şubat ayında geçilmesinden sonra, 15 Mayıs 2001 tarihinde kamuoyuna yapılan açıklamada para politikasının açık enflasyon hedeflemesi rejiminin ön koşulları sağlanıncaya kadar nominal çapa (ara rejim) olarak para tabanını hedeflemeye devam edeceği bildirilmiştir.<sup>783</sup>Zaten bu dönemdeki Para Tabanı Üst Limiti, Net İç Varlıklar Üst Limiti ve Net Uluslararası Rezerv hedefleri IMF’ye yazılan Mayıs ve Temmuz 2001 tarihli niyet mektuplarında geçen ve IMF’nin uygulanmasını şart koştuğu limitlerdir.<sup>784</sup>Merkez bankası 2002-2004 arasında IMF ile yürüttüğü program çerçevesinde Güçlü Ekonomiye Geçiş programını revize etmiş, bu bağlamda parasal taban hedeflerini gözetmeye devam etmiştir. Ama aynı zamanda gelecek dönem enflasyonuna odaklanan ve “örtük enflasyon hedeflemesi” olarak nitelendirilen bir politika izlemeye başlamıştır. Bu yüzden çalışmada birden çok para tabanı hedefi yada 2002-2005 arasında olduğu gibi örtük şekilde bir enflasyon hedefi ile beraber ayrıca para tabanı hedefi de konulan yıllar için merkez bankasının performans kriteri hesaplanırken, hedeflenen değerle gerçekleşen değer arasındaki sapmaların aritmetik ortalaması alınarak tek bir performans değişkeni bulunarak modele dahil edilmiştir. Bu anlattıklarımızdan sonra

---

<sup>783</sup> A.e.,

<sup>784</sup> Mayıs 2001 ve Temmuz 2001 Tarihli Niyet Mektupları

Tablo 4.1’de toplu halde hangi dönemde hangi ara rejimin kullanıldığı gösterilmektedir.

**Tablo 4.1. Merkez Bankasının Uyguladığı Ara Rejimler (Para Politikası Rejimleri)**<sup>785</sup>

| Uygulanan Ara hedefleme Rejimi | Dönem     | Temel Amaç                        |
|--------------------------------|-----------|-----------------------------------|
| Parasal Hedefleme              | 1990-1999 | Fiyat istikrarı+finansal istikrar |
| Nominal Döviz Kuru Çapası      | 2000-2001 | Fiyat istikrarı                   |
| Örtük Enflasyon Hedeflemesi    | 2002-2005 | Fiyat istikrarı                   |
| Açık Enflasyon Hedeflemesi     | 2006--    | Fiyat istikrarı+finansal istikrar |

## 4.2. AMPİRİK ÇALIŞMALARDAN ÖRNEKLER

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının parasal hedefleme yaptığı döneme ilişkin net iç varlıklar ve net dış varlıklar parasal büyüklüklerindeki sapmayı etkileyen faktörleri ortaya çıkarmak için Emir, Karasoy ve Kunter (2000) tarafından yapılan çalışmada bütçe açığının yıllık değişimi, enflasyon, kısa dönem faiz oranlarının değişkenlik terimi, sermaye hesabı ve büyüme gibi makroekonomik değişkenler kullanılmıştır. Özellikle net iç varlıklardaki değişimin muhtemel sebepleri ortaya çıkarılmaya çalışılmıştır. 1990-1999 dönemindeki aylık verilerle yapılan çalışmada iki aşamalı en küçük kareler metodu (2SLS) kullanılmıştır. Çalışmanın bulgularına göre, bütçe açığının bir birim artması 1990-1993 döneminde merkez bankasının net iç varlıklar hedefinden pozitif yönde 0,20 birim sapmasına, 1995-1999 döneminde ise negatif yönde 0,06 birim sapmasına neden olmaktadır. Demek ki, merkez bankasının 1995-1999 döneminde koyduğu parasal net dış varlık hedefine bütçe açığının etkisi 1995 yılından sonra daha az olmuştur. Benzer şekilde sermaye hesabı bir birim arttığı zaman, net dış varlıklar hedefi 1990-1993 döneminde pozitif yönde 0,37 birim, 1995-1999 döneminde ise yine pozitif ama 0,13 birim sapmaktadır. Yine burada da merkez bankasının 1995-1999 döneminde koyduğu parasal net dış varlık

<sup>785</sup> Frederic Mishkin’de temel amaç doğrultusunda kullanılan ara rejimleri dört farklı kategoride değerlendirmektedir (Frederic S. Mishkin, “International Experiences with Different Monetary Policy Regimes”, Institute For International Economic Studies, Semianar Paper, No.648, 1998.

hedefine bütçe açığının etkisi daha az olmuştur. Cari işlemler hesabının net dış varlıklara etkisi de dönemler itibari ile 0,57 ve 0,37 çıkmıştır.

Mishkin ve Schmidt-Hebbel (2001) enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ve uygulamayan 27 farklı ülke için 1990-1999 dönemini kapsayan panel veri çalışmalarında enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısını etkileyen parametreleri ortaya çıkarmak için hedeflenen enflasyon oranından sapmaları etkileyen değişkenlerin neler olduklarına odaklanmışlardır. Probit modeli çerçevesinde kullandıkları değişkenler merkez bankasının yasal, politik ve araç bağımsızlığı, üretim açığı, ticari açıklık ve uygulanan rejim tipidir. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre, enflasyon hedeflemesi rejiminde hedeften sapmalar sadece parasal büyüme hedefleri ile anlamlı ve negatif ilişkili çıkarken, enflasyon hedeflemesi rejimi ile ticari açıklık değişkeni, bütçe açığı değişkeni, döviz kuru bandı genişliği ve merkez bankası araç bağımsızlığı değişkeni ile anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.<sup>786</sup>

Carare ve Stone (2005), enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkeler için yaptıkları çalışmada, 42 ülke merkez bankasının uyguladığı enflasyon hedeflemesi rejimini katı, esnek ve örtük hedefleme diye üç guruba ayırmışlar. Kişi başı gelir, enflasyon, hisse senedi piyasası, geniş para arzı ve toplam kamu borcu değişkenlerini uygulanan enflasyon hedeflemesine sahip olmanın şartlı olasılığı olarak probit modeli ile inceleyen çalışmanın bulgularına göre, kişi başı gelir uygulanan rejimin anlamlı bir belirleyicisi iken, enflasyon performansı (sapma) anlamlı bir belirleyici çıkmamıştır. Aynen enflasyon gibi maliye politikasının bir göstergesi olan borç değişkeni de anlamlı çıkmamıştır. Carare ve Stone'e göre, bunun nedeni enflasyon ve mali durumun geçmişe dönük politikalar olmasıdır. Ayrıca çalışmada, gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere göre politikalar arası geçişliliği daha rahat yaptıkları da ortaya çıkan bir diğer sonuçtur.<sup>787</sup>

Literatürde probit modellerle yapılan çalışmalara da şunlar örnek gösterilebilir:

---

<sup>786</sup> Mishkin ve Hebbel , **a.g.e.**

<sup>787</sup> Alina Carare ve Mark R. Stone, "Inflation Targeting Regimes", , **European Economic Review** , No.50, 2006, pp. 1297-1315



İpek Cebeci (2010) doktora tez çalışmasında Türkiye için oluşturduğu probit modeli yardımıyla arz şoklarının hangi makro değişkenleri ne şekilde etkilediğini ampirik olarak tespit etmeye çalışmıştır. 1988:Q1-2009Q4 döneminde çeyrek verilerle yaptığı çalışmada finansal baskı endeksinin değerlerini seçtiği eşik değere göre 0 ve 1 olarak atadıktan sonra bu değeri etkileyen bağımsız değişkenler olarak da döviz kuru, endüstriyel üretim endeksi, enflasyon oranı, faiz oranı, işsizlik oranı, Gayri Safi Milli Hasıla ve ithalat değişkenlerini seçmiştir. Elde edilen bulgulara göre, faiz oranı hariç diğer değişkenler anlamlı çıkmıştır. Buna göre döviz kuru ve endüstriyel üretim endeksinde meydana gelecek 1 birimlik artış şokların sırasıyla %0.63 ve %3.27 azalmasına neden olmaktadır. Bu değişkenler arz şoklarını azaltıcı yönde etkilerken, diğer değişkenler ise şokları arttırıcı yönde etkilemektedir.<sup>788</sup>

Kamin, Schindler ve Samuel (2001), 26 ülkenin verileri ile kurdukları probit modeli yardımıyla krizleri açıklamaya çalışmışlardır. Bağımlı değişken olarak, yani kriz olarak da çöküşleri ele almışlardır. Açıklayıcı değişken olarak ele aldıkları verilerle ulaştıkları sonuçlara göre reel döviz kuru, M2/uluslararası rezerv, cari açıklar, gelişmiş ülkelerin GSYİH'nın büyümesi ve dış ticaret hadlerinin bu çöküşler bağlamında coğrafik farklılıklar gösterdiği sonucuna varmışlardır.<sup>789</sup>

Krueger, Osakwe ve Page (1998) nominal döviz kurundaki ortalama yüzde değişim ve uluslararası rezervlerdeki yüzde değişimi bir endeks dahilinde tanımlayarak bağımlı bir değişken oluşturmuşlardır. Endeksten 1.5'lik bir standart sapma normal olmayan bir durum olarak tanımlanmıştır. Bu yolla 0 ve 1'lerden oluşmuş yeni bir değişken oluşturan Krueger ve arkadaşları, dış borcun GSYİH'ya oranı, M2'nin rezervlere oranı, cari işlemler hesabının GSYİH'ya oranı, bütçe dengesinin GSYİH'ya oranı, yurtiçi kredi artış oranı, bankaların özel sektör nezdindeki varlıklarının GSYİH'ya oranı, TÜFE enflasyonu ve reel döviz kurunu diğer açıklayıcı makroekonomik değişkenler olarak seçmişlerdir. 19 ülkeyi kapsayan

<sup>788</sup> İpek Cebeci, "Küreselleşme Sürecinde Arz Şokları ve Makro ekonomik Etkileri", (İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yayınlanmamış Doktora Tezi) İstanbul, 2010.

<sup>789</sup> B. S. Kamin, W. J. Schindler, L. S. Samuel, "The Contribution of Domestic and External Factors to Emerging Market Devaluation Crises: An Early Warning Systems Approach", **Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers**, No:711, 2011, pp.1-56,

çalışma sonuçlarına göre; reel GSYİH'daki büyüme para krizlerinin ortaya çıkması olasılığını azaltmaktadır. Ayrıca bütçe açığının ve cari açığın da belli bir eşik değerin üstünde olması krize yol açma olasılıklarını arttırmaktadır.<sup>790</sup>

### 4.3. MODEL

Khan ve Knight (1981)'in ampirik çalışmalarında gösterdiği gibi bir istikrar programının para ve maliye politikası bileşenleri olarak genelde hükümet harcamalarının azaltılması, devalüasyon, en geniş para arzının azaltılması ve kamu borç yükünü azaltıcı sıkı bir kamu maliye politikası öne çıkmaktadır.<sup>791</sup> 1990 yılından başlayarak Türkiye'de yürütülen istikrar programlarının bu ekseninde yürütüldüğü açıktır. 1990-2010 arası dönemde hem parasal hedefleme hem de enflasyon hedeflemesi yapıldığından bankanın uyguladığı ara rejim politikasını etkileyen faktörlerin sayısı bu yüzden çok sayıda olmaktadır. Ancak bu çalışmada kurulacak modele her iki dönemi kapsayacak şekilde Carare ve Stone (2006)'un çalışmalarında kullandıkları makroekonomik ve finansal verilerin yanı sıra Mishkin ve Hebbel (2001)'in enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde kurdukları probit modelinde kullandıkları '*enflasyon, ticari açıklık, merkez bankası bağımsızlığı, bütçe açığı*' değişkenlerin yanı sıra literatürde merkez bankasının başarısını etkileyen *üretim açığı, yabancı rezerv miktarı, faiz oranları, döviz kurları, en geniş para arzı, üretim düzeyi* gibi diğer faktörler de eklenmektedir. Ayrıca kurulan modelin dışsal şokları yakalaması için Amerika'nın enflasyon verisi ile 25 büyük Amerikan bankasının gösterge niteliğindeki mevduat faiz oranları ve kriz gölge değişkenleri de eklenmiştir. Yurtiçi yerleşiklerin şok beklentilerini yakalamak için de modele yurtiçi yerleşiklerin enflasyon beklentisi ve toplam yabancı sermaye girişi eklenmiştir. Şüphesiz ampirik bir modelde merkez bankasının performansını açıklayabilecek çok sayıda değişken ele alınabilir. Fakat bu çalışma bir genel denge analizi olmadığı için

<sup>790</sup> M. Kruger, P. N. Osakwe, J. Page; "Fundamentals, Contagion and Currency Crises: An Empirical Analysis", **Bank of Canada Working Papers**, No:10, 1998, pp.1-36

<sup>791</sup> William H. Branson, "Stabilization, Stagflation, and Investment Incentives: The Case of Kenya, 1979-1980", **NBER Working Papers**, in book *Economic Adjustment and Exchange Rates in Developing Countries*, editor: Sebastian Edwards and Liaquat Ahamed, eds., University of Chicago Press, 1986, pp. 267 – 294, s.269

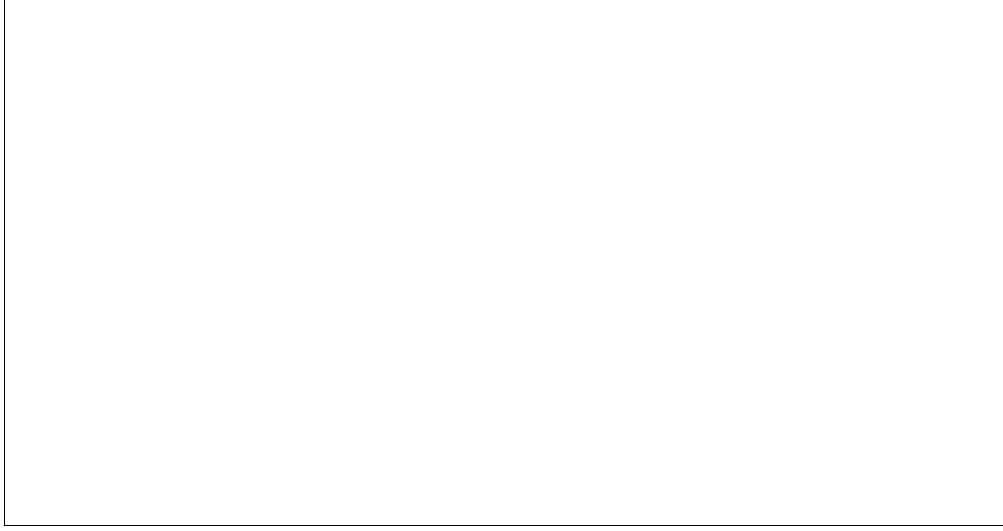
merkez bankasının öngörü performansını açıklamak için geliştirmekte olan ülkeler üzerine yapılan deneysel çalışmalarda ve Türkiye’de bu konu etrafında yapılan tartışmalarda daha çok dile getirilen hızlı büyüme, aşırı değerli yada değersiz döviz kuru, döviz rezervleri, bütçe açığı, cari açık, enflasyon ve faiz oranları konularında yoğunlaşmakta ve ampirik analiz için alınacak değişkenler bu çerçevede oluşturulmaktadır. Bu değişkenlerin enflasyona ve para arzına etkisi de Şekil 4.1’de gösterilen Knight-Khan modelinin mantıksal çerçevesine de uymaktadır. Khan-Knight modeli, maliye politikaları ile para politikaları arasında bütçe kısıtı nedeniyle ilişki olduğu varsayımına dayanmaktadır.<sup>792</sup> Şekil 4.1’de görüldüğü gibi merkez bankasının toplam para arzındaki değişim, toplam kredilerdeki (devlet ve özel sektöre verilen krediler) değişmeye ile merkez bankasının net dış varlıklarındaki değişimin toplamına eşittir. Bu yüzden para arzını hedefleyen bir politikanın başarısı rezervlerdeki değişim ve tüm kesimlere verilen kredilerle yakından ilişkilidir; yani faiz oranları önem arz etmektedir. Faiz oranlarının azalması ticari bankaların merkez bankasından kredi almasını kolaylaştırırken, merkez bankasının parasal taban hedefini tutturmasını zorlaştırmaktadır. Ayrıca devlete verilen avansların –kredilerin (2001 yılında yasayla avans verme uygulaması yürürlüğe girmeden önce) bütçe açığı ile doğrudan ilişkisi vardır. Bütçe açığının artması toplam krediler yoluyla merkez bankasının para arzını arttırmasına sebep olurken, merkez bankasının parasal hedefleme rejiminde yılsonu için öngördüğü parasal varlıklar hedefini tutturmasını zorlaştırmakta ve merkez bankasının öngörü performans değişkenini pozitif yönde yukarıya çekmektedir. Reel çıktı, enflasyonu doğrudan etkilerken, para arzını dolaylı yoldan ithalat ve cari işlemler hesabı üzerinden etkilemektedir. İhracat da aynı şekilde cari işlemler hesabı üzerinden para arzını etkilemektedir. Ülkeye giren yabancı sermaye net dış varlıklar kalemi üzerinden para arzını değiştirmektedir. Buna göre sermaye girişinin artması, net dış varlıklar kalemini sterilizasyonlar yoluyla arttıracak ve bu da para arzının artmasına

---

<sup>792</sup> Agenor ve Montiel, 1996, s.430’dan aktaran Sevcin Güneş, “IMF Anlaşmaları’nın İstikrar Programlarının Güvenilirliğini Artırmadaki Rolü: Türkiye Örneği” (Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Ekonomi Bölümü İktisat Anabilim Dalı), Aydın, 2008, s.32.

sebeap olacaktır. Dış âlem enflasyonu, ÷lke içi enflasyonu reel döviz kuru üzerinden dışsal yollarla etkilemektedir.

#### Şekil 4.1.Knight- Khan Modeli Mantıksal Çerçevesi\*



\*: Siyah ve italik yazılanlar dışsal, düz yazılanlar içsel değişkenleri göstermektedir.

**Kaynak:** Agenor ve Montiel, 1996, s.430'dan aktaran Sevcan Güneş, "IMF Anlaşmaları'nın İstikrar Programlarının Güvenilirliğini Artırmadaki Rolü: Türkiye Örneği" (Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Ekonomi Bölümü İktisat Anabilim Dalı), Aydın, 2008, s.33.

Ayrıca TCMB, her ne kadar esnek enflasyon hedeflemesi çerçevesinde büyüme ve fiyat istikrarını dikkate alan politikalar yürüttüğünü iddia etse de özellikle tam bağımsızlığa kavuşmadan önceki yıllarda hükümetlerin direktifleri doğrultusunda politikalar yürüttükleri için cari açık, parasal genişleme, döviz kuru, bütçe açığı ve yabancı rezerv artışı gibi değişkenler merkez bankasının dikkate aldığı makroekonomik değişkenlerdir. Ayrıca 1990 yılından beri merkez bankasının yıllık raporlarında; 2006 yılından sonra da yıllık raporlara ilave olarak enflasyon ve finansal istikrar raporlarında bu değişkenleri dönemsel olarak dikkatle takip edip raporlaştırdığı gör÷lmektedir. Bu yüzden tahmin edilecek modelimiz hedeflerle gerçekleşmeler arasındaki sapmayı ortaya koyan bir öngörü Performans Değişkeninin (PD), büyüme, büyüme açığı, döviz rezervi, beklenen enflasyon, nominal döviz kuru, genel bütçe dengesi, fiyatlardaki oynaklık, enflasyon, mevduat faizi, cari işlemler hesabı, dış ticaret dengesi, ticari açıklık, geniş para arzı, ÷lkeye

giren portföy yatırımları, Amerika faiz ve enflasyon oranları ile ara rejim tipi, merkez bankası yasal bağımsızlığı ve 1994 ile 2001 krizlerini yakalayan gölge değişkenler (dummy) üzerine regres edilmesine dayanmaktadır. Bu değişkenlerin merkez bankasının koyduğu ara hedef büyüklüklerinin sapılmasında etkili oldukları ve bu yüzden sapmayı açıklayabilecek değişkenler oldukları yukarıda anlatılan çerçevede iktisat teorisi tarafından varsayılmaktadır. Merkez bankasının öngörü performansını açıklayan ve bütün dönemi kapsayan ekonometrik model bu değişkenlerin bir fonksiyonu olarak aşağıdaki şekilde yazılır:

#### Model 1:

$$PD = \beta_0 + \beta_1 M2Y + \beta_2 REZ + \beta_3 BUTCE + \beta_4 TIC_{DENG} + \beta_5 CA + \beta_6 PORTF + \beta_7 NOM_{KUR} + \beta_8 ENF_{USA} + \beta_9 BUY + \beta_{10} DUM_{BAG} + \beta_{11} DUM_{1994} + \beta_{12} DUM_{2001} + \beta_{13} FRED + \beta_{14} VOL + \beta_{15} DUM_{BUY} + \varepsilon_0$$

Tahmin modelinde yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenler aşağıda veriler kısmında detaylıca tanımlanmaktadır.  $\varepsilon_0$  ise normal dağılıma sahip, ortalaması sıfır varyansı sabit rassal bir değişkendir:  $\sim II(0, \sigma)$ .

Ayrıca sapmanın belirlenen eşik değerin üstünde ve altında yer almasına göre merkez bankasının başarılı olup olmadığı ortaya çıkarılabileceğinden, başarılı olduğu aralık için “0” başarısız olduğu aralık için ise “1” değerini alan ve buna göre merkez bankasının başarısına etki eden para, maliye ve dışsal faktörleri ve etki derecelerini ortaya koymaya çalışan bir probit modeli için yeni bir EF bağımlı değişkeni elde edilmektedir. Elde edilen EF değişkeni için merkez bankasının hedeflediği ara rejimler üzerinden başarılı olmasını etkileyen faktörler, uygun bir probit modeli çerçevesinde analiz edilmiştir. Kurulan probit modeli başarılı bir sapma aralığında bulunmanın şartlı olasılığı olarak aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

#### Model 2:

$$\begin{aligned} \Pr(EF = 0) \\ = f(M2Y, REZ, BUTCE, TIC_{DENG}, CA, PORTF, NOM_{KUR}, ENF_{USA}, BUY, FRED \\ + \beta_{14} VOL) \end{aligned}$$

#### 4.4. VERİLER

Merkez bankası kamuoyuna duyurarak kendisini taahüt altına koyduğu ilk ara rejim hedeflemesini (para politikası rejimleri) 1990 yılında parasal kontrole dayalı nominal çapayla başladığından dolayı ekonometrik çalışmamız bu tarihte başlamış 2011 Haziran ayında bitmiştir. İncelenen dönemin 21 yıl gibi kısa bir süre olması ve 1991,1993, 1996 ve 1997 yıllarında merkez bankasının çeşitli nedenlerle parasal programlara ara vermiş olması büyük veri kayıplarına yol açtığından dolayı, aylık verilerle çalışma tercih edilmiştir. Uygun değişken ve dönem seçildikten sonra sırada uygulamanın en önemli parçası olan bağımlı değişkenin oluşturulması safhası gelmektedir.

##### 4.4.1. Öngörü Performans Değişkeninin (PD) Elde Edilmesi (Bağımlı Değişken)

Öngörü performans değişkeni (PD), merkez bankasının uyguladığı ara rejime göre gerçekleşmesini hedeflediği, yıllık raporlar ya da enflasyon raporlarıyla kamuoyuna taahüt ettiği değerlerle fiili olarak gerçekleşen değerler arasındaki yüzdelik sapma olarak hesaplanmaktadır. Merkez bankasının ara rejim olarak parasal büyüklük hedeflemesine gittiği dönem için hesaplanan PD değişkeni, hedeften sapmanın hedefe göre yüzdelik değeri olarak aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$PD = 100 \left( \frac{x - x^*}{x^*} \right)$$

Denklemden  $x$  gerçekleşen parasal büyüklük (NİV, NUR yada merkez bankası bilançosu),  $x^*$  ise dönem başında hedeflenen parasal büyüklük değerini göstermektedir. Merkez bankasının ara rejim olarak enflasyon hedefini seçtiği dönem için hesaplanan PD değeri Mishkin ve Hebbel'in çalışmasındaki gibi TÜFE endeksinin yıllık yüzde değişim değerinden hedeflenen enflasyon değerinin çıkarılması ve hedef enflasyona göre yüzdesinin alınması sonucu bulunur. Bu bağlamda çalışma için üç farklı PD değeri hesaplanmıştır:

*PDI*: 1990-2005 arası dönem için parasal hedefler olan Net İç Varlıklar (NİV), Net Uluslar arası Rezervler (NUR), Rezerv Para ve MB Bilançosu gibi parasal büyüklük hedeflerinin kendi gerçekleşen değerlerinden yüzdelik sapmalarını,

2006-2011 döneminde ise fiyat istikrarı için uygulamaya konulan tam (açık) enflasyon hedefleri ile gerçekleşen enflasyon değerleri arasındaki yüzdelik sapmayı göstermektedir.

*PD2:* 1990-2001 döneminde parasal hedeflerle gerçekleşen hedefler arasındaki yüzdelik sapmaları, 2002 yılında banka taahüt etmese de kendi içinde örtük enflasyon hedefine geçtiği için, 2002-2005 arasında örtük enflasyon hedeflerinden yüzdelik sapmayı ve 2006-2011 döneminde ise açık enflasyon hedefi ile gerçekleşen enflasyon arasındaki yüzdelik sapmayı göstermektedir.

*PD3:* Bu veri PD2'ye benzemektedir. Ancak 2002-2005 döneminde merkez bankası hem parasal hedeflemede hem de örtük şekilde enflasyon hedeflemesinde bulunduğu için bu üç yılın verisi iki farklı ara rejimden sapmaların ortalaması olarak modele dahil edilmektedir.

Tüm PD değerleri merkez bankasına ait 1990,1991,1992,1993,1994,1995, ..., 2010 yıllık raporlarından ve TCMB'den elde edilen verilerle yazarın kendi hesaplamalarıdır. Merkez bankası hem parasal dönemde hem de enflasyon rejiminin uygulandığı dönemde, parasal büyüklük hedeflerini ve enflasyon hedeflerini üst limitler olarak açıkladığından, yüzdelik sapmanın pozitif olması üst limiti aştığını ve bankanın kötü performans sergilediğini ortaya koymaktadır. Bu kötü performansın kendi içinde derecelendirilmesi ile elde edilen bağımlı değişkene göre başarılı uygulamaya sahip olmanın olasılıklı derecesini etkileyen değişkenlerin neler olduğu ayrıca bir probit modeli çerçevesinde incelenecektir. Ancak yüzdelik sapmanın negatif olması da kurala göre politika uygulamalarında istenen bir olgu olmadığı için bu da merkez bankasının kötü performans hanesine yazılmaktadır. % 0 etrafında ılımlı sapmalar ancak merkez bankasının başarılı olduğu anlamına gelmektedir. Merkez bankası ilk parasal programlarda ve enflasyon hedefinde aralık hedefi vermektedir. Aralığın orta değerine göre üst ve alt limitler yaklaşık % 25 değerinde bir sapmayı ihtiva etmektedir. Örneğin enflasyon hedefi için % 5,5 dedikten sonra 2 puanlık bir belirsizlik aralığı belirleyerek % 25 değerindeki sapmalar için verdiği taahhüdün geçerli olduğunu, bundan dolayı da hükümete mektup yazmasına gerek duyulmadığını ifade etmektedir.

Elde edilen bağımlı değişkenlere ait sonuçlar Grafik 4.1’de toplu halde sunulmaktadır. Grafiğe göre merkez bankasının en başarılı olduğu zaman dilimi, mavi renkle gösterilen parasal hedeflemenin örtük enflasyonla birlikte yürütüldüğü döneme aittir. Benzer bir başarı Alan Greenspan yönetiminde FED tarafından 2000’lerin başında örtük şekilde hedeflenen enflasyonla birlikte uygulanan parasal hedefleme rejiminde Amerika’da elde edilmişti.<sup>793</sup> Yine grafik 4.1’den başarılı geçen dönemler olarak ilk parasal programlamanın olduğu 1990 yılı, 2001 krizi olmasına rağmen 1998-2005 dönemi ve küresel mali krizden sonraki dönem başarılı nominal çapa dönemleri olarak kayda geçmektedir. Burada 1998-2005 dönemi başarı açısından sürpriz olarak değerlendirilebilir, ancak bu dönemin parasal hedeflerini IMF’nin koyduğuna, özellikle NUR ve NİV açısından merkez bankasının kendisini bağladığına, sıkı para ve maliye politikası izlendiğine dikkat etmek gerekir. Ayrıca merkez bankasının başarılı olması güvenilirlik ve hesapverebilirlik açısından bir önem arz etmektedir; ekonominin genel gidişatında pozitif bir görünüm olmasına gerek yoktur. Çünkü bu çalışma sadece fiyat istikrarı bağlamında merkez bankasının ara hedef sapmasını incelemektedir.

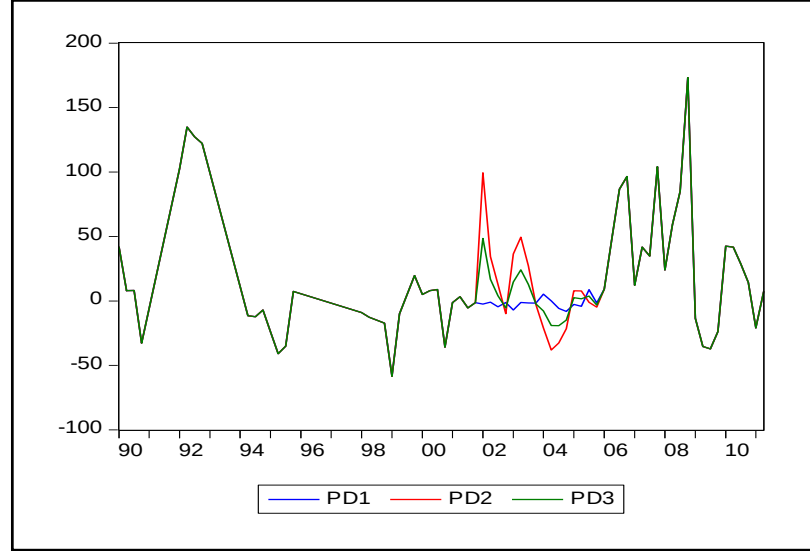
Grafiklerde dikkat çeken bir diğer husus da başarılı dönemleri başarılı dönemlerin başarısız dönemleri de başarısız dönemlerin takip ettiğidir. Bu durumun muhtemel sebebi olarak para politikalarının bir geçiş mekanizmasına sahip olması ve bu yüzden de politika sonuçlarının geç ortaya çıkmasından kaynaklanmaktadır.

---

<sup>793</sup> Mishkin, **International Experiences With Different Monetary Policy Regimes**, t.y., s.1-89



**Grafik 4.1. PD1, PD2 ve PD3 Bağımlı Değişkenlerine Ait Grafikler**



Bağımlı değişken üzerinden merkez bankasının başarı durumunu daha yakından gözlemlemek için PD değerlerindeki sapmayı gruplandırıp başarılıdan başarısza doğru bir algoritma ile incelemekte yarar vardır. Merkez bankası enflasyon hedefi için belirlediği nokta hedeften iki puan değerindeki sapmayı da kabul edilebilir gördüğüne göre yaklaşık %25 kadar hedeften sapma kabul edilebilir görülmektedir. Buradan hareketle PD değerleri bu referans aralığa göre sınıflandırıldığında ortaya çıkan sonuçlar Tablo 4.2’de görülmektedir. Yüzde 25’lik referans aralığa göre sınıflandırılan sapma değerleri çok başarılıdan çok başarısza doğru dört sınıfta toplanmıştır. .

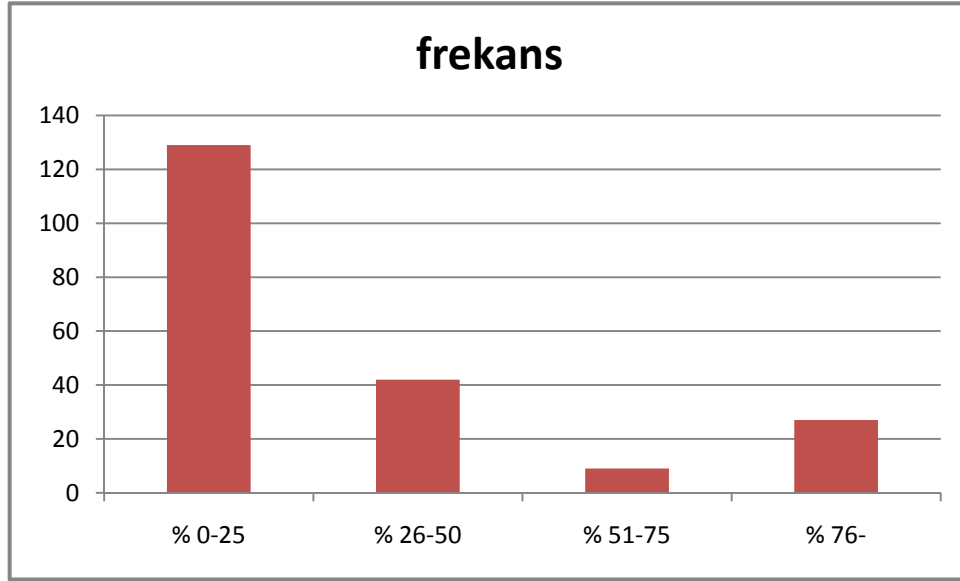
**Tablo 4.2. Sapmaların numaralandırılması**

| PD sapma yüzdesi | Değer | Başarı durumu |
|------------------|-------|---------------|
| $\pm 0 - 25$     | 1     | Çok Başarılı  |
| $\pm 26 - 50$    | 2     | Başarılı      |
| $\pm 51 - 75$    | 3     | Başarısız     |
| $\pm 76 - 200^*$ | 4     | Çok başarısız |

\*: çalışmadaki maksimum sapma değeri %173.tür.

Tablo 4.2’teki değerlere göre, merkez bankası analiz edilen verilerden 129 tanesinde çok başarılı, 42 tanesinde başarılı, 9 tanesinde başarısız ve 27 tanesinde de çok başarısız olmuştur (Grafik 4.2).

**Grafik 4.2. Ara Rejim Hedeflerini Başarma Durumu**



#### 4.4.2. Modelin Bağımsız Değişkenleri

Modelin Khan-Knight mantıksal çerçevesi, Mishkin ve Schmidt-Hebbel ve Özdemir, Karasoy ve Kunter çerçevesinde tespit edilen bağımsız değişkenlerine ait tanımlar ve nasıl elde edildikleri aşağıda verilmiştir:

- enf*: Tüketici Fiyat Endeksinin (TÜFE) yıllık yüzde değişiminden elde edilmiştir.
- buy*: Harcamalar yöntemine göre hesap edilmiş Reel GSYİH verilerinden yazarın kendi hesaplamalarıdır.
- vol*: Volatilite değişkenidir. Enflasyon serisindeki oynaklığın fiyat istikrarı hakkında bilgi verdiği bilinmektedir. Fiyat istikrarı aynı zamanda ardışık dönemlerdeki fiyat oynaklıklarının minimum olmasını da hedef aldığından enflasyon serisindeki değişkenlik (volatilite) ilgili dönemde fiyatların istikrarlı olup olmadığını tespit edeceğinden

merkez bankasının başarısını etkileyen bir parametre olarak, özellikle parasal hedefleme rejiminin uygulandığı dönem için, modele eklenmektedir.  $X_{t+i}$ , TÜFE endeksinin değişimini,  $m$  de gözlem sayısını göstermek üzere VOL değişkeni 12.dereceden hareketli ortalamaların standart sapması olarak aşağıdaki şekilde hesap edilmiştir.<sup>794</sup>

$$VOL_{t+m} = \left[ \left( \frac{1}{m} \right) \sum_{i=1}^m (X_{t+i-1} - X_{t+i-2})^2 \right]^{\frac{1}{2}} \quad (4.1)$$

*fred*: Amerikan merkezli 25 büyük bankanın ortalama mevduat faiz oranıdır. Dış alem faiz oranının merkez bankasının hedeflenen değerlere ulaşmasına yada hedeften sapmasına, parasal aktarım mekanizmaları ile sebep olacağı bilinen bir gerçektir.

*enf.usa*: Dış alem enflasyon değişkeni olarak Amerika'nın enflasyon verisini göstermektedir. Dışsal bir şok özelliği taşıdığı için merkez bankasının koyduğu hedefleri tutturmasında etkili olması beklenmektedir. Amerika'daki enflasyonun artması reel kurlar üzerinden dış ticareti ve dolaylı yoldan para arzını etkileyeceği için modelde yer almaktadır.

*enfgap*: Beklenen enflasyonla gerçekleşen enflasyon arasındaki farktır. Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulandığı dönemde merkez bankasının ayda iki sefer yaptığı enflasyon beklenti anketinde ortaya çıkan beklenen enflasyonla gerçekleşen enflasyon arasındaki farkı göstermektedir. Bu farkın artması merkez bankasının enflasyon hedeflemesi rejimini negatif etkileyerek öngörü performans değişkeninin % 0 hedefinden sapmasına neden olacaktır. Beklentilerin enflasyonun üzerinde olması PD'yi pozitif yönde beklentilerin enflasyon oranının altında kalması ise PD'yi negatif yönde hareket ettirmesi beklenmektedir.

*buy.acik*: GSYH büyüme oranının Hodrick-Prescott Filtresi ile elde edilmiş potansiyel büyüme oranına göre yüzde değişimidir:  $buy.acik =$

<sup>794</sup> Emir, Karasoy ve Kunter, **a.g.e.**, s.15

$100 \frac{buy-buy^*}{buy^*}$ . denklemde  $buy^*$  ifadesi uzun dönem potansiyel reel büyüme oranını ifade etmektedir. Bu değişken yazarın kendi hesaplaması olup, fiili büyümenin potansiyel büyümenin üzerindeki gerçekleştiği dönemlere “1” değeri atanarak bir gölge “dum.buy” elde edilmiş ve modelde bu yılların etkisinin farklı olup olmadığı test edilmiştir.

*rez:* Merkez bankasının yabancı döviz rezervlerini göstermektedir.  $\log(rez)$ 'nin zamana göre farkı alınarak modele dahil edilmiştir:  $\log(rez_t) - \log(rez_{t-1})$

*bek.enf:* Merkez bankasının ayda iki kere tüm iktisadi kesimlerle yaptığı enflasyon anketlerinden çıkan, gelecek dönem ortalama enflasyon beklentisidir. Bu anketler ilk defa 2001 yılında yapıldığı için bu veri 2001-2011 arası dönemi kapsamaktadır.

*faiz:* Nominal mevduat faiz oranı değişkenidir.  $\log(faiz)$ 'nin zamana göre farkı alınarak modele dahil edilmiştir:  $\log(faiz_t) - \log(faiz_{t-1})$ . Faiz oranları para arzını direkt etkileyen bir değişken olduğundan merkez bankasının öngörü performansını direkt etkilemektedir.

*butce:* Maliye politikasına ait genel bütçe dengesi değişkenidir. Konsolide bütçe dengesinin yıllık yüzde değişiminin ilgili aydaki değeridir.

*ca:* Cari işlemler hesabı değişkenidir. Dolar cinsinden cari işlemler kaleminin yıllık yüzde değişim değerini göstermektedir. .

*open:* Ticari açıklık değişkenidir. İthalat (m) ve ihracatın (x) nominal değerlerinin cari GSYİH değerine bölünmesi ile elde edilmiştir:  $100 * (x + m) / GSYİH$ . Ticari açıklık değişkeni dolaylı yoldan merkez bankası rezervlerini etkilemekte ve merkez bankasının parasal hedef yada enflasyon hedefinden sapmasını tetiklemektedir.

*Tic.deng:* Dış ticaret dengesi değişkenidir. Birim ithalat başına düşen ihracatı göstermektedir:  $x/m$

*m2y:* Geniş M2Y para arzının logartimik değerinin zamana göre farkını göstermektedir:  $\log(m2y_t) - \log(m2y_{t-1})$ . Para arzının ülke içi enflasyon hedeflerini tutturmasında direkt etkisi vardır. Para arzı artarsa hem

enflasyon hedeflemesi yapılan dönemde hem de parasal tabanın üst limitlerinin hedeflendiği dönemlerde PD değişkeni yukarı yönlü hareket etmesi beklenmektedir.

- sermaye:* Yurtiçinde doğrudan yatırımları göstermektedir. Her bir ay için doğrudan yatırımların yıllık yüzde değişimini göstermektedir:
- nom.kur:* Nominal kurları göstermektedir. incelenen ayın sonunda elde edilen ortalama nominal kur düzeyini göstermektedir. Kurların reel olarak modele eklenmemesinin temel nedeni dışa lem enflasyonu (usa.enf) ve yurtiçin enflasyon verilerinin zaten modele dahil edilmiş olmasıdır.
- fin:* Finansal derinlik parametresi olup M2Y'nin GSYİH'nın yüzde kaçına denk geldiğini göstermektedir:  $100 * M2y / GSYH$
- dum.bag:* Gölge değişken olup, merkez bankasının hazineye avans verme uygulamasına yasayla son verdiği 2001 nisan öncesi dönemler için "0" diğer dönemlerde "1" değerini almaktadır.
- dum.kur:* Gölge değişken olup, dalgalı kur düzeninde "1" diğer durumlarda "0" değerini almaktadır
- dum.buy:* Büyümenin uzun dönem potansiyel değerinin üstünde gerçekleştiği aylar için "1" değerini diğer durumlarda ise "0" değerini almaktadır.
- dum.1994:* Gölge değişken olup, 1994 yılı için "1" diğer durumlarda "0" değerini almaktadır. Krizin etkisi iki çeyrek dönem devam etmiştir.
- dum.2001:* Gölge değişken olup, 2001 Şubat ayından itibaren 6 ay boyunca "1" diğer durumlarda "0" değerini almaktadır. Krizin etkisi faiz, büyüme, bütçe ve sermaye hesabına bakılarak 6 ay olarak tespit edilmiştir.
- dum.2009:* Gölge değişken olup, 2008 yılı son çeyrekten itibaren dört dönem negatif büyüme gerçekleştiği için 2008 Eylül'den itibaren 12 ay boyunca "1" diğer durumlarda "0" değerini almaktadır
- dum.ehr:* Gölge değişken olup, enflasyon hedeflemesi rejiminin açık olarak uygulandığı aylar için "1" diğer aylarda "0" değerini almaktadır
- dum.para:* Gölge değişken olup, parasal hedefleme rejimi uygulanan yıllar için "1" diğer durumlarda "0" değerini almaktadır
- dum.doviz:* Gölge değişken olup, döviz çapasına dayalı istikrar programının

uygulandığı aylar için “1” diğer aylar için “0” değerini almaktadır  
*dum.ortuk:* Gölge değişken olup, enflasyon hedeflemesinin örtük olarak  
uygulandığı 2002-2005 arası dönemdeki aylar için “1”, diğer aylar  
için “0” değerini almaktadır.

Bu amaçla 1990:01-2011:06 dönemine ilişkin aylık Türkiye serileri Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası elektronik veri tabanından (EVDS), dış âlem faiz oranları için gösterge faizi olan Amerikan merkezli 25 büyük bankanın ortalama mevduat faizi verisi ve Amerika’nın enflasyon verisi de Federal Rezerv Bank’ın veri tabanı FRED’den alınmıştır. Ekonometrik çalışmada veri sayısı modelin test edilebilirliğini doğrudan etkileyen bir unsur olduğu için ve deneysel çalışmanın yapıldığı zaman aralığının dar olmasından ötürü, çalışmada kullanılan veriler 1990-2011:06 dönemini kapsayacak şekilde aylık veriler olarak seçilmiştir.

## 4.5. AMPİRİK UYGULAMA

### 4.5.1. Betimleyici İstatistikler

Elde edilen performans değerinin (PD) ara rejimlerin uygulandığı ilgili dönem aralıkları için hesaplanan betimleyici istatistikleri Tablo 4.3’te gösterilmektedir. Enflasyon hedeflemesi rejiminde ortalama %35, örtük hedeflemede ortalama %3,5, parasal hedefleme rejiminde ortalama %14,3 ve döviz kuru çapasına dayalı ara rejimde ortalama -%2,1 oranında hedeften sapma olmuştur. PD hedeften sapma değişkeni olduğu için en başarılı dönemin, ortalamalara bakıldığında, örtük enflasyon ve döviz kuru çapasına ait dönemler olduğu görülmektedir. Sonuçlar şaşırtıcıdır. Zira enflasyon hedeflemesi döneminde güvenilirliğin daha yüksek olması ve hedeften sapmaların az olması beklenirdi. Ancak hem döviz kuru çapası hem de 2002-2005 döneminde uygulanan parasal programlar IMF ile ortaklaşa yürütüldüğü için bankanın esnek politika izleme şansı yoktu. Bu yüzden sapmalar diğer rejimlere kıyasla daha ılıman çıkmıştır. Maksimum sapma % 173 ile enflasyon hedeflemesi rejimine aitken, minimum sapma oranı -%19 ile örtük hedefleme dönemine ait çıkmıştır. Verilen istikrarlı dağılımını gösteren standart sapma değerlerine bakıldığında döviz kuru çapası ve örtük dönemin yaklaşık % 17 ile en istikrarlı

dönemler olduğunu görürüz. Aslında hem döviz çapasının hem de örtük hedefleme dönemlerinin merkez bankası açısından diğer dönemlere göre olumlu geçmesinin önemli bazı nedenleri vardır: Birincisi, bu dönemler IMF ile birlikte para programı hedeflerinin belirlendiği yıllardır. İkincisi, 2001 yılında merkez bankasının yasal bağımsızlığına kavuşması ve döviz kuru düzeninde şokları absorbe eden dalgalı kur düzenine geçilmiş olması önemli rol oynamaktadır. Üçüncü neden de siyasi yönden, sahneye yeni yüzlerin çıkmış olması ve özelleştirmelerin bu yıllarda hız kazanmış olmasıdır. Bu nedenler merkez bankasının elini güçlendirmiş ve hedeflerini tutturmasında yardımcı olmuştur.

**Tablo 4.3. Dört Ara Rejim Dönemine Ait PD Değerlerinin İstatistiki Sonuçları**

|            | <b>EHR</b> | <b>ORTUK</b> | <b>PARA</b> | <b>DÖVİZ</b> |
|------------|------------|--------------|-------------|--------------|
| Ortalama   | 35.38580   | 3.553827     | 14.33841    | -2.018120    |
| Ortanca    | 31.76474   | 2.131480     | -8.947368   | 4.128099     |
| Maksimum   | 173.2723   | 48.44976     | 134.8837    | 8.916667     |
| Minimum    | -37.24918  | -19.23793    | -58.53933   | -35.75758    |
| Std. Sapma | 51.36241   | 17.30013     | 57.77190    | 16.93533     |

Ayrıca çalışmada kullanılan tüm bağımlı ve açıklayıcı değişkenlere ait ortalama, en küçük değer, en büyük değer, ortanca değer ve standart sapma sonuçlarını içeren veriler Tablo 4.4'te gösterilmektedir. Tabloda PD1, PD2 ve PD3 değişkenlerinin ortalama değerleri sırasıyla %28,2, %38,1 ve %33,1'tür. Maksimum ve minimum değerleri %173,2 ve -% 37,2 olarak üçünde de aynı çıkmıştır. Enflasyon (ENF), tüm dönem boyunca ortalama %16,9, maksimum %101,2 ve minimum %5,33 çıkmıştır. Cari işlemler hesabındaki yıllık yüzde değişim (CA), ortalama -%16,3, maksimum %273 ve minimum -%368 olurken; %132 lik standart sapmayla 1990-2011 dönemi boyunca oldukça dalgalı bir seyir izlemiştir. Büyüme (BUY), dönem boyunca ortalama %4, maksimum %12,2 ve minimum -%14,74 olarak gerçekleşirken, %6,10'luk standart sapmayla hem cari açık hem de enflasyon değişkenlerine göre daha az dalgalanmıştır. 2001 yılında başlatılan ve anketlerle ayda iki kere tüketicilerin gelecek dönem (ay, çeyrek, bir yıl ve iki yıl) enflasyon beklentilerini yansıtan beklenen enflasyon (BEK\_ENF), 2001-2011 arasında ortalama %14,75, maksimum %46,7 ve minimum %5,84 olarak gerçekleşmiş,

standart sapması da % 11,6 olmuştur. Gerçekleşen enflasyonlarla karşılaştırıldığında hem ortalamada hem de dalgalanmada beklenen enflasyonun daha istikrarlı olduğu görülmektedir. Ancak daha tutarlı sonuçlar için 2001'den sonraki enflasyon rakamları ile karşılaştırmak gerekmektedir. Bu yapıldığı zaman; 2001-2011 arasında gerçekleşen 12 aylık enflasyonun ortalamasının %15,2, standart sapmasının da %16,85 olduğu görülür. Beklentilerle karşılaştırıldığında hem ortalamada hem de standart sapmada gerçekleşen enflasyonun daha yüksek çıktığı görülmektedir. Bu sonuçlar bile merkez bankasının enflasyonu düşürmede neden başarılı olduğunu ortaya koymaya yetmektedir. Çünkü iktisadi ajanların beklentileri dönem boyunca iyi yönetilmiş ve enflasyonun düşeceğine kesinlikle inandırılmışlardır. En geniş para arzı (M2Y) ortalama, maksimum ve minimum %6,8, %24,9 ve -%1,6 gerçekleşerek dönem boyunca kısmen istikrarlı olmuştur. Standart sapmasının da %5,8 gibi küçük bir değerde çıkması merkez bankasının dönem boyunca kurala göre politika izlemeye çalıştığını ve para arzının istikrarlı olduğunu göstermektedir. Ancak merkez bankasının izlediği parasal kural sabit artış hızına bağlanan monetarist bir kural değildir. Çünkü parasal hedeflemenin yapıldığı rejim döneminde Friedman'ın önerdiği "reel büyüme oranı kadar sabit parasal büyüme kuralının" TCMB tarafından uygulanmadığını görmekteyiz: Parasal hedeflemenin yapıldığı 1990-2005 arası dönemde reel büyüme ortalama % 4,5 çıkarken, M2Y artış oranı ortalama % 14,6 olarak gerçekleşmiştir. Yani, büyümenin 3 katı para arzı gerçeklemiştir. Maliye tarafına bakıldığında, bütçenin (BUTCE) yıllık yüzde değişim oranlarının, ortalamada -%23, maksimum %366 ve minimum -%332 olduğu, standart sapmasının da %142 gibi oldukça yüksek bir değerde çıktığı görülmektedir. Bu sonuçlar, bütçenin dönem boyunca istirsiz, dalgalı ve popülist bir yaklaşımla ele alındığını ve konjoktore göre değişkenlik arzettiğini ortaya koymaktadır.



**Tablo 4.4. Tüm Değişkenlere Ait İstatistikî Veriler**

| Değişken  | Ortalama | Ortanca Değer | Maksimum | Minimum  | S.Sapma | Gözlem sayısı |
|-----------|----------|---------------|----------|----------|---------|---------------|
| BEK_ENF   | 14,75    | 8,29          | 46,69    | 5,84     | 11,62   | 120           |
| BUTCE     | -22,99   | 6,85          | 366,76   | -332,43  | 142,82  | 234           |
| BUY       | 3,99     | 5,28          | 12,22    | -14,74   | 6,10    | 258           |
| BUY_ACIK  | -20,92   | 6,80          | 184,94   | -536,02  | 155,95  | 258           |
| CA        | -16,31   | 4,54          | 273,32   | -368,75  | 132,92  | 234           |
| ENF       | 16,91    | 9,83          | 101,2    | 5,33     | 15,32   | 258           |
| ENF_HEDEF | 12,85    | 7,10          | 35,00    | 4 ,00    | 10,62   | 114           |
| ENF_USA   | 0,51     | 0,53          | 2,21     | -2,85    | 0,94    | 255           |
| ENFGAP    | 2,15     | 0,89          | 23,09    | -0,80    | 4,72    | 120           |
| FAIZ      | -2,77    | -1,81         | 14,67    | -28,97   | 8,29    | 255           |
| FIN       | 14,09    | 13,76         | 18,24    | 11,25    | 1,80    | 258           |
| FRED      | 1,68     | 1,11          | 4,95     | 0,07     | 1,75    | 258           |
| M2Y       | 6,89     | 4,96          | 24,85    | -1,65    | 5,88    | 255           |
| NOM_KUR   | 1,45     | 1,46          | 1,66     | 1,19     | 0,14    | 258           |
| OPEN      | 48,69    | 48,60         | 64,79    | 36,63    | 7,95    | 234           |
| PD1       | 28,23    | 14,32         | 173,27   | -37,25   | 48,42   | 201           |
| PD2       | 38,14    | 34,70         | 173,27   | -37,25   | 47,61   | 201           |
| PD3       | 33,18    | 24,12         | 173,27   | -37,25   | 46,53   | 201           |
| PORTF     | -90,37   | -66,75        | 1147,46  | -1345,33 | 383,76  | 228           |
| SERMAYE   | 11,40    | 7,13          | 120      | -68,02   | 42,19   | 249           |
| TIC_DENG  | 76,18    | 75,12         | 95,42    | 63,23    | 8,13    | 240           |
| VOL       | 3,82     | 3,14          | 8,35     | 2,31     | 1,55    | 258           |
| REZ       | 3,59     | 3 ,00         | 19,25    | -9,24    | 6,32    | 255           |

Ekonometrik çalışma için ele alınan bağımsız değişkenlerle PD bağımlı değişkenleri arasındaki korelasyon matrisi Tablo 4.5'te gösterilmektedir. Tablodaki sonuçlara bakıldığında hiçbir değişkenle PD arasındaki ilişki 0.50'den büyük değildir. Beklentilerin aksine cari işlemler dengesi ve büyüme, merkez bankasının ara hedeften sapması ile 0.10 dan daha az bir seviyede ilişki içindedir. İlişkinin yönü pozitifdir. Para arzı, bütçe, döviz rezervi, faiz ve kurlarla enflasyon doğrudan ilişkili olduğu için bu değişkenlerin PD ile de yüksek ilişkili (korelasyonlu) olması beklenir. Buna rağmen korelasyon matrisine bakıldığında, M2Y'nin PD'lerle pozitif ama düşük düzeyde ilişkili olduğu görülmektedir: PD1 ile %27, PD2 ile %8 ve PD3 ile %18. Para arzı arttıkça hedeften sapma da artmaktadır. Buradan hareketle merkez bankasının parasal rejim uyguladığı dönemlerde doğal olarak geniş para arzının

hedeften sapmayı diğer dönemlere göre daha yüksek oranda etkilediği ortaya çıkmaktadır. Ayrıca para arzı arttıkça hem gerçekleşen enflasyon hemde yılsonu toplam para arzı artacağı için fiili gerçekleştirmeler hedef değerleri aşacak ve PD pozitif çıkacaktır. Genel bütçe dengesinin yıllık yüzde değişimi ile PD arasındaki ilişki düşük ama negatif korelasyonlu çıkmıştır: -%35, -%33, -%35. Faizler 2002 yılından önce artış, sonrasında ise azalış trendine girdiği için tüm dönem boyunca PD ile olan ilişkisi negatif ve 0.25-0.30 bandında çıkmıştır. Bu arada Amerika'nın enflasyonu ile PD negatif, FED faizi ile PD ise pozitif yönlü ilişki halindedir. Yani dış alem enflasyonu arttıkça gerçekleştirmeler hedeflenen değerin altında, dış alem faiz oranları arttıkça da gerçekleştirmeler hedeflenen değerin üstünde çıkmaktadır.

Tablo 4.5. Değişkenlere Ait Korelasyon Matrisi

|           | BUTCE         | BUY           | BUY_ACIK     | CA           | ENF_HEDEF     | ENF_USA       | ENFGAP        | FAIZ          | FIN           | FRED         | M2Y          | NOM_KUR       | OPEN         | PD1           | PD2           | PD3           | REZ    | SERMAYE | TIC_DENG |
|-----------|---------------|---------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|--------|---------|----------|
| BUTCE     | 1,000         |               |              |              |               |               |               |               |               |              |              |               |              |               |               |               |        |         |          |
| BUY       | -0,075        | 1,000         |              |              |               |               |               |               |               |              |              |               |              |               |               |               |        |         |          |
| BUY_ACIK  | -0,064        | 0,989         | 1,000        |              |               |               |               |               |               |              |              |               |              |               |               |               |        |         |          |
| CA        | -0,149        | 0,057         | 0,053        | 1,000        |               |               |               |               |               |              |              |               |              |               |               |               |        |         |          |
| ENF_HEDEF | 0,199         | 0,146         | 0,174        | -0,473       | 1,000         |               |               |               |               |              |              |               |              |               |               |               |        |         |          |
| ENF_USA   | -0,357        | 0,333         | 0,369        | 0,171        | 0,045         | 1,000         |               |               |               |              |              |               |              |               |               |               |        |         |          |
| ENFGAP    | -0,066        | -0,014        | 0,028        | -0,209       | 0,599         | 0,090         | 1,000         |               |               |              |              |               |              |               |               |               |        |         |          |
| FAIZ      | -0,428        | -0,132        | -0,171       | 0,475        | -0,321        | -0,166        | -0,105        | 1,000         |               |              |              |               |              |               |               |               |        |         |          |
| FIN       | -0,064        | 0,001         | -0,053       | 0,479        | -0,531        | -0,086        | -0,323        | 0,408         | 1,000         |              |              |               |              |               |               |               |        |         |          |
| FRED      | -0,448        | 0,272         | 0,257        | 0,021        | -0,144        | 0,269         | 0,063         | 0,286         | 0,144         | 1,000        |              |               |              |               |               |               |        |         |          |
| M2Y       | 0,015         | 0,103         | 0,153        | -0,388       | 0,743         | 0,133         | 0,552         | -0,168        | -0,482        | 0,124        | 1,000        |               |              |               |               |               |        |         |          |
| NOM_KUR   | 0,261         | -0,108        | -0,189       | -0,015       | 0,299         | -0,385        | -0,133        | -0,048        | 0,206         | -0,306       | 0,017        | 1,000         |              |               |               |               |        |         |          |
| OPEN      | -0,452        | 0,243         | 0,223        | 0,050        | -0,015        | 0,206         | 0,042         | 0,325         | 0,119         | 0,859        | -0,055       | -0,189        | 1,000        |               |               |               |        |         |          |
| PD1       | <b>-0,357</b> | <b>0,008</b>  | <b>0,005</b> | <b>0,092</b> | <b>-0,477</b> | <b>-0,359</b> | <b>-0,197</b> | <b>-0,310</b> | <b>-0,063</b> | <b>0,320</b> | <b>0,274</b> | <b>-0,342</b> | <b>0,277</b> | <b>1,000</b>  |               |               |        |         |          |
| PD2       | <b>-0,330</b> | <b>-0,009</b> | <b>0,005</b> | <b>0,051</b> | <b>-0,173</b> | <b>-0,352</b> | <b>0,230</b>  | <b>-0,256</b> | <b>-0,260</b> | <b>0,289</b> | <b>0,087</b> | <b>-0,333</b> | <b>0,299</b> | <b>0,878</b>  | <b>1,000</b>  |               |        |         |          |
| PD3       | <b>-0,354</b> | <b>0,000</b>  | <b>0,005</b> | <b>0,074</b> | <b>-0,337</b> | <b>-0,367</b> | <b>0,015</b>  | <b>-0,292</b> | <b>-0,166</b> | <b>0,314</b> | <b>0,187</b> | <b>-0,348</b> | <b>0,297</b> | <b>0,970</b>  | <b>0,968</b>  | <b>1,000</b>  |        |         |          |
| REZ       | 0,245         | 0,327         | 0,373        | -0,242       | 0,471         | 0,311         | 0,345         | -0,215        | -0,283        | 0,082        | 0,539        | -0,172        | -0,046       | <b>-0,432</b> | <b>-0,267</b> | <b>-0,362</b> | 1,000  |         |          |
| SERMAYE   | 0,295         | 0,323         | 0,288        | -0,010       | 0,293         | -0,196        | 0,196         | 0,104         | 0,206         | -0,088       | 0,046        | 0,190         | -0,010       | <b>-0,226</b> | <b>-0,136</b> | <b>-0,187</b> | 0,052  | 1,000   |          |
| TIC_DENG  | 0,201         | -0,395        | -0,373       | -0,238       | 0,666         | -0,271        | 0,494         | -0,028        | -0,158        | -0,301       | 0,430        | 0,409         | -0,118       | <b>-0,402</b> | <b>-0,139</b> | <b>-0,280</b> | -0,020 | 0,240   | 1,000    |

#### 4.5.1. En Küçük Kareler Yaklaşımı ile Katsayı Tahmini

Modelde kullanılan zaman serileri logaritmik yada düzey değerlerinin zamana göre farkı olduğu için çoğunlukla durağandır, birim kök içermemektedirler. Bununla beraber birim kök içeren değişkenlerin de durağanlaştırılması yoluna gidilmiş, yalnız düzey değerinde durağan olan seriler ayrıca teste tabi tutulmamış ve tabloya alınmamıştır. Birim kök testi için Augmented Dickey-Fuller (ADF) birim kök testi kullanılmıştır. Test için maksimum gecikme uzunluğu 12 olarak alınmış ve gecikme uzunluğunun seçiminde Akaike Bilgi Kriteri (AIC) kullanılmıştır. Birim kök denkleminde serilerin “trendli+sabitli”, “sabitli” veya “hiçbiri” şeklinde teste tabi tutulup tutulmayacaklarına t-test sonuçlarına göre bu katsayıların anlamlı olup olmamasına bakılarak karar verilmiştir. %5 anlamlılık düzeyinde trendli veya sabitli terim anlamlı çıkmışsa denkleme alınmış ve ADF testi sonuçları buna göre raporlanmıştır. Bu amaçla oluşturulan Tablo 4.6, enf, fin, fred, nom\_kur, open ve vol değişkenlerine ait birim kök testi sonuçlarını göstermektedir.

**Tablo 4.6. Durağan Olmayan Serilere Ait Birim Kök Sınaması Sonuçları**

| Değişken                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | Birim kök testi | Birim kök testi |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|-----------------|
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | Seviye          | Birinci fark    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | ADF*            | ADF             |
| enf                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | -0.37(0.97)     | -6.97(0.00)     |
| fin                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | -0.30(0.91)     | -5.25(0.00)     |
| fred                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | -2.28(0.18)     | -4.51(0.00)     |
| nom_kur                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 0.65(0.85)      | -6.94(0.00)     |
| open                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | -2.27(0.18)     | -3.40(0.01)     |
| vol                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | -1.54(0.11)     | -3.55(0.00)     |
| -*:ADF testi Augmented Dickey Fuller birim kök testidir. Test edilen denklemler birim kök testinde sabitin katsayısı anlamlı ise sabitli trendin katsayısı da anlamlı ise sabitli ve trendli şekilde tahmin edilerek tabloya aktarılmıştır. Buna göre nom_kur değişkeni <i>trendli ve sabitli (intercept and trend)</i> halde birim kök testine tabi tutulurken, open değişkeni <i>sabitli (intercept)</i> diğerleri ise <i>trendsiz ve sabitsiz(none)</i> test edilmiştir. Parantez içindeki değerler olasılıklardır. |                 |                 |
| -Test edilen dönem 1990:01-20110:06’dır.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |                 |                 |

Tabloya göre bu altı değişkenin hiçbir seviye değerlerinde durağan değildir, yani birim kök içermektedirler. Birinci farkları alınan bu serilerin ADF birim kök testi sonuçlarına göre durağanlaştıkları, birim kök içermedikleri (durağan oldukları) görülmektedir.

Bu hazırlıklardan sonra En Küçük Kareler (EKK) yöntemi ile tahmin edilen Model 1'e ait katsayı tahmin sonuçları Tablo 4.7'de sunulmaktadır. 1,2,3 regresyonları tüm dönemi analiz eden farklı bağımlı değişkenlerle tahmin edilmiş regresyon sonuçlarını göstermektedir. 6,7,8,9 regresyonlarında merkez bankası başarısı her bir ara rejim tipi için ayrı olarak ele alınmış ve 1990-2011 dönemi dört alt rejime bölünmüştür. 1990-1999 dönemine ait parasal rejimin bağımlı değişkeni PDpara, 2000-2001:01 dönemine ait döviz kuru çapısının bağımlı değişkeni PDdoviz, 2002 -2005 dönemine ait örtük enflasyonla birlikte parasal hedefleme dönemine ait ara rejimin bağımlı değişkeni PDortuk, 2006-2011 dönemine ait açık enflasyon hedeflemesi dönemine ait ara rejimin bağımlı değişkeni olarak da PDehr alınmıştır. Ayrıca genel dönem 1994 ve 2001 yılları çıkarılınca elde edilen üç alt dönem açısından da analiz edilmiştir. Bu tarihlerde yapısal kırılmanın varlığı Chow testi ile sınanmış ve yapısal kırılma olmadığını öne süren sıfır hipotezi rededilmiştir. Buradan elde edilen tahmin sonuçları da regresyon 8,9 ve 10'da sunulmaktadır. Ancak 1990-1993 ve 1995-2000 döneminde merkez bankası her yıl parasal programlama hedefleri yayınlamadığı için, bu dönemlere ait gözlem sayıları 30'un altında kalmaktadır. Bu yüzden  $R^2$  ve katsayı tahminleri yanıltıcı olabilmektedir.

Çalışmamızda ara rejimleri açıklayacak çok sayıda değişken ile çalışmaya başlanmış ancak, iktisat teorisine uygun düşmesine rağmen, ekonometrik açıdan çoklu doğrusal bağlantı sorunu oluşturduğu için bunların hepsi bir modelde yer alamamıştır. Örneğin, toplam sermaye değişkeni ve portföy yatırımları aynı modele dahil edilememiştir. Çünkü aralarında yüksek bir çoklu doğrusallık sorunu çıkmıştır. Akaike bilgi kriteri (AIC), kalıntı kareleri toplamı (sum square residual), Schwarz kriteri (SC) ve Adj. $R^2$  değerleri dikkate alınarak en iyi model seçilmiş ve bu modeldeki değişkenler regresyonlarda yer almıştır. Bu yüzden ekonometrik

Çalışmanın başında düşünölen tüm değışkenler bir model etrafında tahmin edilememiştir.

**Tablo 4.7. En küçük Kareler (EKK) Katsayı Tahmin Sonuçları ve Özet İstatistikler**

| Regresyonlar <sup>a</sup> |                                |                                |                                |                               |                               |                              |                               |                             |                   |                               |
|---------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|------------------------------|-------------------------------|-----------------------------|-------------------|-------------------------------|
|                           | 1                              | 2                              | 3                              | 4 <sup>g</sup>                | 5 <sup>e</sup>                | 6                            | 7                             | 8                           | 9                 | 10                            |
| Bağımlı Değişken:         | PD1                            | PD2                            | PD3                            | PDpara                        | PDdoviz                       | PDortuk                      | PDehr                         | PD2                         | PD2               | PD2                           |
| Bağımsız Değişkenler      |                                |                                |                                |                               |                               |                              |                               |                             |                   |                               |
| Sabit                     | 29.23 <sup>b</sup><br>(4.45)   | 31.23 <sup>b</sup><br>(4.80)   | 29.86 <sup>b</sup><br>(3.96)   | 11.21 <sup>c</sup><br>(-3.35) | -84.23<br>(-1.43)             | 499.7 <sup>b</sup><br>(3.58) | 258<br>(1.05)                 | -150<br>(-0.24)             | -49.38<br>(-1.30) | 496.23 <sup>b</sup><br>(5.93) |
| M2Y                       | 0.306 <sup>c</sup><br>(-1.97)  | 0.301 <sup>b</sup><br>(-1.92)  | 0.269<br>(-1.44)               | 1.55<br>(-1.85)               | 0.29 <sup>b</sup><br>(-3.14)  | 1.24<br>(-0.60)              | -0.05<br>(-1.76)              | 2.29 <sup>c</sup><br>(2.10) | 0.40<br>(-1.30)   |                               |
| REZ                       | -0.201 <sup>c</sup><br>(-2.45) | -0.342 <sup>c</sup><br>(-2.41) | -0.278 <sup>b</sup><br>(-2.08) | 1.43 <sup>c</sup><br>(4.60)   | -0.02<br>(-0.17)              | -4.39<br>(-2.46)             | -4.14 <sup>c</sup><br>(-6.21) | -0.60<br>(-0.53)            | -0.29<br>(-0.94)  | -3.10 <sup>c</sup><br>(-2.71) |
| PD1(-1)                   | 0.30 <sup>c</sup><br>(2.11)    |                                |                                |                               |                               |                              |                               |                             |                   |                               |
| ENF                       |                                |                                |                                |                               |                               | 3.98<br>(1.35)               |                               | 5.49<br>(1.45)              | -0.17<br>(-0.15)  |                               |
| BEK_ENF                   |                                |                                |                                |                               |                               | -1.81<br>(-0.39)             | 5.22 <sup>d</sup><br>(1.98)   |                             |                   |                               |
| DUM_EHR                   | 17.68 <sup>b</sup><br>(3.15)   |                                |                                |                               |                               |                              |                               |                             |                   |                               |
| PD3(-1)                   |                                |                                | 0.28<br>(1.46)                 |                               |                               |                              |                               |                             |                   |                               |
| BUTCE                     | -0.01 <sup>b</sup><br>(-2.79)  | -0.01 <sup>c</sup><br>(-2.48)  | -0.01 <sup>c</sup><br>(-2.15)  | 0.03<br>(0.55)                | 0.00<br>(2.95)                | 0.03<br>(0.53)               | -0.02<br>(2.41)               | -33.78<br>(-0.54)           | -0.31<br>(-0.14)  | -0.11 <sup>c</sup><br>(-2.42) |
| FAIZ                      |                                |                                |                                |                               |                               | 2.10<br>(2.00)               | 0.28<br>(0.27)                | -0.05<br>(-0.04)            | -0.05<br>(-0.96)  |                               |
| DUM_BAG                   | 18.48 <sup>b</sup><br>(4.18)   | 16.78 <sup>b</sup><br>(5.58)   | 19.48 <sup>b</sup><br>(4.34)   |                               | 14.41 <sup>c</sup><br>(2.41)  |                              |                               |                             |                   |                               |
| BUY                       | -0.96 <sup>c</sup><br>(-2.61)  | -5.31 <sup>b</sup><br>(-2.66)  | -3.42<br>(-1.53)               | 0.31 <sup>c</sup><br>(6.18)   | -1.72 <sup>b</sup><br>(-7.54) | -0.46<br>(-0.24)             | -12.35 <sup>c</sup><br>(0.05) | -2.26<br>(-0.18)            | -0.42<br>(-0.44)  | -9.38<br>(-1.25)              |
| BUY_ACIK                  | 0.02<br>(0.22)                 |                                |                                |                               |                               |                              | 0.48 <sup>d</sup><br>(1.96)   | 0.02<br>(0.04)              | -0.02<br>(-1.88)  | 0.37<br>(-1.24)               |
| CA                        | 0.01 <sup>b</sup><br>(2.61)    | 0.01 <sup>b</sup><br>(3.32)    | 0.01 <sup>b</sup><br>(2.63)    | -0.01 <sup>c</sup><br>(-5.25) |                               | 0.00<br>(0.02)               | -0.01<br>(-0.07)              |                             |                   | 0.02<br>(0.47)                |
| VOL                       |                                | 7.88<br>(1.32)                 | 10.7<br>(1.89)                 | 47.24<br>(2.53)               |                               |                              | 63.92 <sup>c</sup><br>(4.67)  |                             |                   | 11.32<br>(1.80)               |

| Tablo 4.7. Devam          |                                |                                |                                |                                |                  |                   |                               |                  |                  |                                |
|---------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|------------------|-------------------|-------------------------------|------------------|------------------|--------------------------------|
| Regresyonlar <sup>a</sup> |                                |                                |                                |                                |                  |                   |                               |                  |                  |                                |
|                           | 1                              | 2                              | 3                              | 4 <sup>g</sup>                 | 5 <sup>e</sup>   | 6                 | 7                             | 8                | 9                | 10                             |
| Bağımlı Değişken:         | PD1                            | PD2                            | PD3                            | PDpara                         | PDdoviz          | PDortuk           | PDehr                         | PD2              | PD2              | PD2                            |
| Bağımsız Değişkenler      |                                |                                |                                |                                |                  |                   |                               |                  |                  |                                |
| DUM_1994                  | -3.86 <sup>c</sup><br>(-0.99)  | -4.29<br>(-1.64)               | -18.95<br>(-0.32)              | -1.13<br>(-0.06)               |                  |                   |                               |                  |                  |                                |
| TIC_DENG                  | -2.46 <sup>c</sup><br>(-2.45)  | -3.37 <sup>b</sup><br>(-3.57)  | -3.72 <sup>b</sup><br>(-3.56)  | 0.001 <sup>c</sup><br>(5.98)   |                  | -3.64<br>(-1.84)  | -4.41 <sup>b</sup><br>(-2.55) |                  |                  | -3.80 <sup>b</sup><br>(-3.17)  |
| DUM_2001                  |                                | 118.62 <sup>c</sup><br>(2.57)  | 116.07 <sup>c</sup><br>(2.57)  |                                |                  |                   |                               |                  |                  |                                |
| DUM_BUY                   | 24.10<br>(1.10)                | 53.83 <sup>b</sup><br>(2.83)   | 29.09<br>(1.33)                |                                |                  |                   |                               |                  |                  |                                |
| DUM_ORTUK                 | -31.68<br>(1.22)               | -28.50 <sup>b</sup><br>(3.91)  | -37.62<br>(1.53)               |                                |                  |                   |                               |                  |                  |                                |
| ENF_USA                   | -22.80 <sup>b</sup><br>(-3.45) | -25.94 <sup>b</sup><br>(-3.23) | -23.34 <sup>b</sup><br>(-3.06) | -0.001 <sup>c</sup><br>(6.73)  |                  |                   | -22.23<br>(-1.31)             |                  |                  | -35.61 <sup>b</sup><br>(-5.05) |
| FIN                       | -6.83<br>(-1.90)               |                                |                                |                                |                  | -7.75<br>(-0.99)  |                               |                  |                  |                                |
| FRED                      | 11.48<br>(1.45)                | 6.14<br>(1.60)                 | 2.57<br>(0.71)                 | -102.7 <sup>b</sup><br>(-9.21) |                  |                   |                               |                  |                  |                                |
| NOM_KUR                   | -121.31 <sup>b</sup><br>(2.53) | -212.6 <sup>b</sup><br>(-6.40) | -167.2 <sup>b</sup><br>(-4.09) | 356.3 <sup>c</sup><br>(3.79)   | -0.02<br>(-0.17) | -62.20<br>(-0.82) | 3.57 <sup>b</sup><br>(-8.88)  | -1.03<br>(-1.11) | -0.01<br>(-0.23) | -103.21<br>(-1.75)             |
| OPEN                      | -1.66<br>(-1.02)               |                                |                                | -6.98 <sup>c</sup><br>(-3.23)  |                  |                   |                               |                  |                  |                                |
| PORTF                     | 0.002 <sup>b</sup><br>(2.81)   | 0.002 <sup>b</sup><br>(3.28)   | 0.000 <sup>b</sup><br>(2.66)   |                                |                  |                   | 0.03 <sup>c</sup><br>(3.29)   |                  |                  |                                |
| R <sup>2</sup>            | 0.77                           | 0.69                           | 0.73                           | 0.98                           | 0.88             | 0.63              | 0.88                          | 0.84             | 0.75             | 0.81                           |
| Adj.R <sup>2</sup>        | 0.62                           | 0.52                           | 0.63                           | 0.95                           | 0.76             | 0.38              | 0.76                          | 0.78             | 0.69             | 0.70                           |
| F-İstatistik              | 5.23                           | 4.48                           | 5.16                           | 30.42                          | 7.43             | 2.42              | 7.35                          | 12.2             | 11.32            | 7.67                           |
| Olasılık                  | 0.00                           | 0.00                           | 0.00                           | 0.00                           | 0.00             | 0.04              | 0.00                          | 0.04             | 0.00             | 0.00                           |



| Tablo 4.7. Devam                    |         |         |         |                |                |         |         |                 |         |         |
|-------------------------------------|---------|---------|---------|----------------|----------------|---------|---------|-----------------|---------|---------|
| Regresyonlar <sup>a</sup>           |         |         |         |                |                |         |         |                 |         |         |
|                                     | 1       | 2       | 3       | 4 <sup>g</sup> | 5 <sup>e</sup> | 6       | 7       | 8               | 9       | 10      |
|                                     | PD1     | PD2     | PD3     | PDpara         | PDdoviz        | PDortuk | PDehr   | PD2             | PD2     | PD2     |
| White Ki-Kare olasılık <sup>f</sup> | 0.63    | 0.74    | 0.58    | 0.41           | 0.51           | 0.42    | 0.92    | NC <sup>i</sup> | NC      | 0.04    |
| Örnekleme dönemi                    | 1990-11 | 1990-11 | 1990-11 | 1990-99        | 2000-01        | 2002-05 | 2006-11 | 1990-93         | 1995-00 | 2002-11 |
| Gözlem sayısı                       | 213     | 213     | 213     | 63             | 13             | 48      | 63      | 24              | 48      | 114     |

Notlar:

a/parantez içindeki sayılar t-istatistikleridir.

b/ %1 hata düzeyinde anlamlı

c/ %5 hata düzeyinde anlamlı

e/ döviz kuru çapası sadece 13 ay uygulandığı için veriler bir regresyon tahmini için yeterli değildir.<sup>795</sup> Bu yüzden R<sup>2</sup> değeri ve katsayı tahminleri doğru bilgi vermekten uzaktır. Regresyondaki değişken sayısının gözlem sayısından büyük olmaması için temel göstergeler kullanılarak model tahmin edilmiştir.

f/ değişen varyans testi

g/parasal hedefleme döneminde 1991,1993, 1996, 1997 yıllarında merkez bankası para programlarına ara verdiği için, kurulan modelin veri sayısı azalmıştır.

Buda da kurulan modelin açıklama gücünü zayıflatmaktadır

h/8, 9 ve 10 nolu regresyonlar,

i/ serbestlik derecesi yetersiz kaldığı için White değerleri hesaplanamadı.

<sup>795</sup> Bkz.,I Gusti Ngurah Agung, **Time Series Data Analysis Using Eviews**, john Wiley Ltd.,Singapore, 2009, s.108

En Küçük Kareler Yöntemi kullanarak tahmin edilen regresyonlarımız Tablo 4.7’de sunulmaktadır. Bu tabloda parametre tahminleri ve t-istatistiklerinin yanı sıra,  $R^2$ ,  $Adj.R^2$ , denklemlerin uyumluluk düzeylerini ölçen F-istatistiği ve olasılık değeri ve model kalıntılarında değişen varyans olup olmadığını ortaya koyan White Ki-Kare Olasılık değeri yer almaktadır. Bağımlı değişkenler her model için ayrıca tablonun üstünde belirtilmiştir. EKK ile yapılan tahminlerden elde edilen regresyon sonuçlarına ait F-istatistiklerinin küçük olması ve olasılık değerlerinin % 1 hata düzeyinde anlamlı olması katsayıların güvenli olduğunu göstermektedir. Ayrıca değişen varyans testi White’ın da olasılık değerlerine bakıldığında modellerin hata terimlerinde değişen varyans olmadığını öne süren sıfır hipotezinin red edildiği görülmektedir. Bunlar kurulan modellerin ekonometrik açıdan sağlam olduğunu göstermektedir.

Genel dönem için kurulan 1,2,3, regresyonları içinde 1 nolu regresyonun açıklama gücü yüzde 77 ile en yüksektir. Bunun anlamı kurulan modelin açıklayıcı değişkenlerinin ara rejim hedefinden sapmaların yüzde 77 kadarını açıklayabilmiş olmasıdır. Bu modelin bağımlı değişkeni tüm dönemi parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi şeklinde dikkate alan döviz çapası ve örtük hedeflemeyi dikkate almayan modele aittir. Bu modelin anlamlı katsayı yorumlarına baktığımızda şunları görürüz:

En geniş para arzında meydana gelecek yüzde birlik artış, parasal hedefler ve enflasyon hedeflerinden meydana gelmiş ara rejim hedefinin yüzde 0.36 kadar aşılmasına, sapma göstermesine neden olmaktadır. Yine bu dönem boyunca rezervlerde yüzde 1 oranında artış meydana gelirse, ara hedef büyüklüğünden sapmanın negatif yönde yüzde 0.21 olması beklenmektedir. Para arzının rezervlere göre sapmayı daha güçlü şekilde etkilediği ortaya çıkmaktadır. Konsolide bütçe dengesinin bir önceki yıla göre pozitif yönde yüzde 1 oranında artması, hedeften yüzde 0.01 oranında sapılmasına neden olmaktadır. Bütçenin etki düzeyi düşük ancak etki yönü negatiftir. Bunun en temel iki sebebinden birisi dönem boyunca sürekli bütçe açıklarının verilmiş olması, diğeri de modelde yer alan büyüklüklerin yüzde cinsinden negatif olmasıdır. İktisat teorisi açısından bakıldığında, bütçede meydana gelecek iyileşmenin taahhüt edilen enflasyon ve parasal hedef

büyükliklerinin rahat tutturulmasına katkı yapması, dolayısıyla da yüzde 0 oranına yakın negatif bir etkinin ortaya çıkması beklenmektedir. Cari işlemler dengesinde bir önceki yıla göre yüzde 1 oranında artış meydana gelirse, ara hedef büyüklük değerinden yüzde 0.01 oranında pozitif yönde sapma meydana gelmesi beklenmektedir. Bu da son dönemde çokça tartışılan bir konuya ışık tutmaktadır. Elde edilen katsayıya göre, Türkiye’de cari işlemler dengesi açık vermeyi sürdürdükçe, enflasyon hedefinden pozitif yönde sapılacağını, yani ülkede tekrar bir enflasyonist olgunun yaşanacağını göstermektedir. 2010 yılı sonuçlarına göre cari işlemler açığı 2009 yılına göre yüzde 236 kadar artmıştır. Bu modele göre bu oranın enflasyonda yüzde 2,36 oranında sapma meydana getirmesi beklenmektedir. Baktığımızda, 2010 yılı enflasyonunun yüzde 8,6 olarak gerçekleştiğini ve merkez bankası tarafından 2010 yılı geneli için koyulan enflasyon hedefinin yüzde 6,5 olduğunu görmekteyiz. Hedefle gerçekleşme arasındaki yüzdelik farkın 2,1 kadar olduğu görülmektedir. Model çıktısına göre ise bu sapma 2,36 olmalıdır. Gerçekleşmeler model sonuçlarını desteklemektedir. Ticaret dengesi (ihracat/ithalat) 1 birim arttığı zaman, yani ihracatın ithalata oranı arttığında ( bu da ihracatın ithalata göre daha fazla artması anlamına gelir), hedeften yüzde 2,46 kadar negatif yönde sapılması beklenmektedir. Yönün negatif olması parasal hedeflerin ve enflasyon hedeflerinin üst limitlerinin aşılmayacağı anlamına gelse de eksi yönde bu oranda sapma meydana gelmesi merkez bankası için büyük bir başarısızlık göstergesidir. Zira MB hedeflediği patika içinde kalarak ancak kuralına göre politika uyguladığına tüm kesimleri inandırabilir. Bu büyük sapmanın muhtemel iki büyük nedeninden birisi, dönem boyunca  $x/m$  oranının çok fazla değişmemiş olması; dışa düşen aykırı verileri saymazsak bu oran hep 58-78 bandında seyretmiştir. Bu yüzden birimlik artışlar şok etkisi yaratmaktadır. Diğer neden de bu verinin oransal olarak alınmamış olmasıdır. İthalata göre ihracatın yüzde artış değeri olarak ele alındığı zaman bu katsayı 0,33 seviyesinde çıkmaktadır. Dış alem enflasyon oranında meydana gelen bir puanlık artış (bu artış değeri çok büyüktür, Amerika’nın enflasyonunun bir puan artması demektir) içerde merkez bankasının koyduğu üst limit hedeflerinden yüzde 22,80 oranında negatif yönde sapma meydana gelmesine neden olmaktadır. Ya da dış âlem enflasyon artışını yüzdeli hale getirip modellersek, yüzde bir artış yaşandığında sapma değeri üst hedef değerden yüzde 0,31 kadar daha aşağıda

gerçekleşecektir. Çünkü dış alem enflasyonu arttığında reel kurlar düşecek bu da net ihracatı arttırarak merkez bankasının enflasyon yada para hedeflerini gerçekleştirmesine yardımcı olacaktır. Nominal kurlarda meydana gelecek bir puanlık artış hedeflenen değerden yüzde 121 oranında daha düşük değere ulaşılması anlamına gelmektedir. Ancak nominal kurlarda bir puanlık artış çok zor olacağına göre kurlardaki artışı yüzde ile ifade etmek gerekir. Bunu yaptığımızda (regresyon çıktılarında yok), nominal kurların yüzde 1 oranında değer kazanması ile, merkez bankasının hedeflediği üst limitlerin yüzde 0,03 kadar aşağısında hedef tutturması beklenmektedir. Dış alem enflasyon oranı ile benzer etkide bulunmaktadır. Ülkeye giren net portföy yatırımları bir önceki döneme göre yüzde 1 oranında arttığı zaman, hedeften yüzde 0,002 (ihmal edilebilir büyüklük) oranında sapma olması beklenmektedir. Sapmanın pozitif olması beklenen bir durumdur. Büyüme katsayısı bu dönemde negatif ancak yüzde 5 hata düzeyinde anlamlı çıkmamıştır. Negatif yönde hedeften sapmayı etkilemesi iktisat teorisi açısından beklenen bir olgudur. Yine bu dönemde ticari açıklık değişkeninin katsayısı negatif ama anlamsız çıkmıştır. Bu sonuç, Mishkin ve Schmidt-Hebbel'in (2001) enflasyon hedeflemesi rejimini etkileyen faktörleri ortaya çıkarmaya çalıştıkları çalışmaları ile paralellik göstermektedir. Onların çalışmasında, ticari açıklık değişkeni, bütçe açığı değişkeni, döviz kuru bandı genişliği ve merkez bankası araç bağımsızlığı değişkeni anlamlı çıkmamıştır.

Regresyon 1'de kullanılan gölge değişkenlerden DUM\_BAG (bağımsızlık gölge değişkeni), DUM\_1994 (1994 krizinin etkisini yakalayan gölge değişken) ve DUM\_EHR (açık enflasyon hedeflemesine geçilen yılın etkisini yakalamak için modele yerleştirilen gölge değişken) hariç diğerleri anlamsız çıkmıştır. Nisan 2001 yılında merkez bankasının tam bağımsızlığa kavuşması ile başlayan yeni sürecin tam bağımsızlıktan önceki sürece göre sapmaya olan toplam etkisi anlamlı ve pozitif yöndedir (18,48). 2001'den sonraki süreçte enflasyon hedefleri ve parasal hedefler 2001 öncesi duruma göre yüzde 18,48 daha fazla aşılmıştır. Yine 1994 yılında konulan parasal hedefler beklenenden yüzde 3,86 kadar daha aşağıda gerçekleşmiştir. Yani 1994 krizinin kemer sıkma politikaları sonuç vermiş ve merkez bankası parasal hedeflerini aşmamıştır. 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçilmesi ile

başlayan sürecin 2006 öncesi döneme göre hedeften sapma değişkenine etkisi yüzde 17,68 daha yüksektir. Yani enflasyon hedeflemesi rejiminde parasal hedefleme rejimine göre hedeflenen değişken değerinde daha fazla sapma meydana gelmiştir. Aslında beklentiler hedeften sapmanın daha düşük gelmesi yönündeydi. Ancak burada iki nokta ön plana çıkmaktadır. Birinci nokta, unutmamak gerekir ki modele eklenen bağımlı değişken gerçekleşen enflasyondan hedeflenen enflasyonun çıkarılması ile bulunmamıştır. Bu farkın hedefe göre yüzde değişimi ele alındığı için enflasyon hedeflemesi döneminde küçük sapmalar zaten düşük olan enflasyon hedefleri karşısında çok yüksek oranlara çıkabilmektedir. İkinci nokta da, 1990-2005 arası dönem genelde IMF ile yapılan stand-by anlaşmaları gölgesinde geçmiştir. Bu yüzden NİV ve NUR hedefleri IMF tarafından dikte edildiği için sapmaların çok büyük oranda olmasına imkan yoktur. Aksine hedeflenen değerlerin altında gerçekleşmeler meydana gelmiştir. 2006 sonrası dönem ayrıca kendi içinde değerlendirildiğinde daha sağlıklı sonuçlar ortaya çıkmaktadır.

PD1'in bir dönem gecikmeli değerine (PD(-1)) ait katsayının anlamlı çıkması grafiklerden de açıkça görülen “başarılı dönemleri başarılı dönemlerin başarısız dönemleri de başarısız dönemlerin takip ettiği” olgusunu destekler mahiyettedir. Katsayı tamin sonuçlarına göre geçmiş dönem sapma değerinde meydana gelen yüzde 1'lik artışın cari dönemdeki sapmayı yüzde 0,30 kadar arttırması beklenmektedir. Bu durumun muhtemel sebebi olarak para politikalarının bir geçiş mekanizmasına sahip olması ve bu yüzden de politika sonuçlarının geç ortaya çıkmasıdır.

Regresyon 1'e faiz, vol(fiyatlardaki değişkenlik),fin (parasallaşma yada finansal derinlik), fred (dış alem faiz oranları-USA faizi), open (ticari açıklık), dum\_buy (potansiyel büyümenin üzerine çıkılan ayların etkisi), buy (büyüme), dum\_ortuk (2002-2005 arası dönemin etkilerini yakalayn değişken) ve dum\_2001 (2001 krizinin etkilerini yakalayn değişken) gibi değişkenler ilave edilmiş ancak bağımlı değişkenin açıklama gücü anlamlı şekilde artmamıştır. Her durumda modelden tahmin edilen t-istatistikleri % 5 anlamlılık düzeyi için belirlenen kritik değerlerden oldukça küçük çıkmışlardır. Bu değişkenlerin anlamsız çıkması da merkez bankasının ara rejim

hedeflerini anlamamıza önemli katkılar sunduğu açıktır. Gölge değişkenlerin anlamsız çıkması merkez bankasının örtük hedefleme dönemi yada 2001 krizi için ara rejim hedeflerinde özel bir politika değişikliğine gitmediğini göstermektedir. Zaten 2002-2005 arası örtük enflasyon hedeflemesi dönemini merkez bankası bir parasal politika (nominal çapa) olarak görmemekte, bu rejimi geçiş rejimi olarak değerlendirmekte ve açık enflasyon hedeflemesi öncesi ön hazırlık aşaması olarak kabul etmektedir.<sup>796</sup> Faiz oranlarının, büyümenin, ticari açıklığın, dış alem faiz şoklarının PD1 için hesaplanan sapmaya iktisat teorisinin öngördüğünün aksine anlamlı katkı sunmaması, ancak büyümenin ve dış alem faiz oranlarının PD2 için tahmin edilen modelde anlamlı katkı sunmalarının en temel nedeni bu değişkenlere ait verilerin yıllık veri yerine aylık yüzde değişimler olarak alınıp modele dahil edilmesidir. Bu yüzden de aylık değişim oranları parasal iktisatın teorik beklentilerini tam anlamıyla bağımlı değişkene yansıtamamıştır. Çünkü bu değişkenlere ait katsayılar diğer regresyonlarda anlamlı çıkmıştır, yani teorik olarak doğru modellenmiştir.

2 ve 3 nolu regresyonlar için de aynen regresyon 1'deki katsayı yorumlarını yapmak mümkündür. Ancak bağımlı değişkenin dört rejim dikkate alınarak oluşturulduğu regresyon 3'te geniş para arzı katsayısı anlamsız çıkmıştır. Bağımsızlık gölge değişkeninin 3 ve 2 denkleminde 2'ye oranla daha yüksek etkide bulunduğu görülmektedir. Büyüme değişkenine ait katsayının 2 denkleminde anlamlı ve negatif yönlü olduğunu görüyoruz. Buna göre yüzde 1 daha fazla büyüme gerçekleşirse, hedeflenen nominal çapa değişkeni yüzde 5,31 kadar hedefin altında gerçekleşir. Büyümenin hedeflenen üst limitlerin altında kalmaya olan bu anlamlı ve yüksek katkısı büyük önem arz etmektedir. Zira enflasyon ve parasal hedeflerin merkez bankası tarafından gerçekleştirilebilmesi için hükümet tarafından büyümenin, istihdamın artırılması şart görünmektedir. Bu yapıldığı takdirde merkez bankası ara hedeflerini daha rahat tutturabilir ve güvenilirlik sorunu ortadan kalkar. Böylece bireylerin enflasyon beklentilerini kırmaları kolaylaşır. Bu sonuç, iktisat teorisinin çok açık bir önermesini doğrulamaktadır. 2001 krizini yakalayan gölge değişkenin katsayısı tüm ara rejimleri dikkate alarak oluşturulan PD2 bağımlı değişkenine ait 2

---

<sup>796</sup> TCMB, Yıllık Rapor 2009, s.41

nolu denklemde anlamlı çıkmıştır. Buna göre 2001 yılında konulan parasal hedefler beklenenden yüzde 118,62 kadar daha yukarıda gerçekleşmiştir. Yani 2001 krizinin faturası ekonomiye hem ağır olmuştur, hem de ciddi bir para arzı artışı yaşanmıştır. Sonuçta hedeflenen parasal tabanın yüzde 100'ün üzerinde ıskalandığını görüyoruz. Yine denklem 2'de örtük hedefleme gölge değişkeni de pozitif yönde ve anlamlı çıkmıştır. Buna göre 2002-2005 döneminde yapılan hedeflemelerden meydana gelen sapmalar diğer dönemlere göre yüzde 28,50 kadar daha aşağıda gerçekleşmiştir. Bu da yukarıda çizilen PD2 grafiğinden açıkça görülmektedir. Diğer değişkenlerin katsayıları PD3 ve PD1 için aynı yönlü ve birbirine yakın büyüklüklerde çıkmıştır.

Ara rejim tipine göre genel dönemi alt dönemlere ayırarak ayrı ayrı incelediğimizde elde edilen 4,5,6,7 nolu regresyonların katsayılarına baktığımızda bunların  $R^2$  değerlerinin yüksek olduğunu, buna karşın veri frekanslarının özellikle 5 nolu regresyon için düşük olduğunu görmekteyiz. Bu yüzden de tahmin edilen parametrelere ait katsayıların yorumlanması teknik açıdan mümkün olmamakla beraber gene de 13 aylık veriye sahip 2000:1-2001:1 dönemi çıktılarının genel dönemin çıktılarıyla bağımlı değişkeni etkileme yönü bakımından paralellik arzettiği görülmektedir. Zaten serbestlik derecesinden dolayı çok sayıda bağımsız değişken modele dâhil edilememiştir.

4 nolu denklem parasal hedefleme dönemine ait regresyondur. Veri sayısı 63 olduğu için modelin katsayıları diğer dönemlere göre daha güvenilir çıkmıştır. Bu regresyonun tahmin sonuçlarına bakıldığında, bu dönemde rezerv değişiminin genel dönemin aksine pozitif yönde anlamlı çıktığı görülmektedir. Buna göre rezervlerde yüzde 1 artış olursa, parasal hedefin yüzde 1,43 kadar aşılması beklenmektedir. Bu durum 2001 yılının şubat ayına kadar izlenen sabit kur politikası ile yakından ilgilidir. Ayrıca 4 denkleminde genel dönemin aksine büyümenin katsayısı hem anlamlı çıkmıştır hem de yüzde 1 arttığı zaman parasal hedefin yüzde 0,31 kadar pozitif yönde hedefi aşması beklenmektedir. Aylık büyüme verileri ile bu sonucu doğru teşhis etmek hem zordur hem de istikrarsız büyümenin yaşandığı 1990'larda 1994 ve 1999 hariç parasal programların yapıldığı yıllarda yüzde 6 ve üzeri büyüme oranları yakalanmış olması oldukça dikkat çekicidir. Yine ticaret dengesi

değişkenine ait katsayı parasal programlama döneminde anlamlı ve pozitif çıkmıştır. Ancak yüzde 0.001 gibi ihmal edilebilir bir yüzde çıkmıştır. Dış âlem enflasyon oranının artışı en az bu dönemde parasal hedefleri etkilemiştir. Buna göre Amerika’da enflasyon yüzde 1 arttığında koyulan parasal üst limitlerin yüzde 0,001 oranında hedeflerin aşağısında gerçekleşmesi beklenmektedir. Dış alem faiz oranlarının katsayısı da yine anlamlı ve negatiftir. Katsayının -102.7 olmasının sebebi faizlerin modele direk alınması değişim değerlerinin göz ardı edilmesidir. Değişim değeri için ayrıca model yapıldığında elde edilen sonuç yüzde -0,41 olmaktadır. Son olarak denklem 4’te nominal kurların da anlamlı ve pozitif yönde olduğunu görüyoruz. Buna göre kurlarda 1 TL kadar artış olması halinde koyulan üst hedef limiti yüzde 356 kadar aşılabacaktır. Eğer artış 1 TL’nin yüzde biri kadar olursa PD deki artış oranı da yüzde 0.12 kadar olmaktadır.

1990’lardan sonra para tabanı ara hedefi ile fiyatlar arasında yüksek bir korelasyon seviyesi olmadığı yapılan çalışmalarda ortaya çıkarılmıştı.<sup>797</sup> Türkiye için yapılan bu çalışmada da enflasyonun parasal taban hedefini anlamlı şekilde etkilemediği 1-6 regresyonlarından görülmektedir. Bu denklemlerde enflasyon değişkeninin katsayısı anlamsız çıkmıştır. Bu da neden 1990’ların sonlarında tüm dünyada bu rejimin terke edilip yerine enflasyon hedeflemesi rejiminin getirildiğini açıkça ortaya koymaktadır. Çünkü enflasyon ile para arzı arasındaki bağ kopmuştu ve merkez bankalarının öngördükleri parasal hedefleri tutturmaları giderek zorlaşmıştı. Dahası, teknolojinin giderek daha çok yer etmesi ile beraber paranın dolaşım hızı artmış ve oldukça volatil hale gelmiştir. Dolayısıyla merkez bankaları parasal hedeflemelerde yüksek oranlı sapmalar yaşamaya başlamıştır.

Denklem 5’in veri sayısı katsayıları yorumlamaya yetmemektedir. Örtük dönem ve enflasyon hedeflemesi dönemleri, yani 6 ve 7 nolu denklemler beraber değerlendirildiğinde, rez değişkeninin 6’da anlamsız 7’de ise genel dönemle hem işaret hemde büyüklük bakımından paralellik taşıdığı görülmektedir. Geniş para arzının bu iki dönemde de katsayısı anlamsız çıkmıştır. Bu beklenen bir durumdur.

---

<sup>797</sup> Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi**, s.22



Çünkü merkez bankası parasal tabanı hedeflediği dönemlerde bu hedeflerin gelecek dönem değerlerine ilişkin taahhüt ettiği büyüklükleri tutturmak için kısa vadeli faiz oranları politikasını uygularken, 2002 yılından itibaren kısa vadeli faiz oranları politikasını gelecek dönem enflasyon oranlarını etkileyen unsurları dikkate alacak şekilde oluşturmaya başlamıştır. Büyüme açık enflasyon hedeflemesi döneminde önem kazanmıştır. Katsayısı hem anlamlıdır hem de negatif işaretlidir. Buna göre büyüme’de yüzde 1 artış olursa, enflasyon hedefi yüzde 12,35 oranında koyulan hedefin altında çıkacaktır. Bu çok gerçekçi bir sonuçtur. Zira TCMB’nin katı bir enflasyon hedeflemesi yapmadığını, büyümeyi gözetten bir hedefleme yaptığını daha önce ortaya çıkarmıştık. Ayrıca denklem 7’de, yani açık enflasyon hedeflemesi döneminde daha önce ne genel dönemde ne de parasal dönemde katsayısı anlamlı çıkan vol (fiyatlardaki değişkenlik) değişkenine ait katsayının anlamlı ve pozitif işaretli çıkması dikkat çekicidir. Fiyatlardaki istikrarı da gösteren vol değişkeni gerçekleşen enflasyondaki standart sapma olarak hesaplanmış ve 2006-2011 dönemi arasında 2 ve 3.2 değerleri arasında çıkmıştı. Eğer bu aralıktan bir puan artarsa-ki bu çok büyük bir artış olur- fiili enflasyon nokta enflasyon hedeflerinin yüzde 63.92 kadar yukarısında gerçekleşir. Bunu da düzey değeri yerine oynaklığın artış oranı olarak modele eklersek ortaya çıkan artış oranı yüzde 0,25 olmaktadır. Yine açık hedefleme döneminde ticaret dengesi işaret ve büyüklük olarak genel dönemle paralel şekilde anlamlı çıkmıştır. Yalnız nominal kurların artış oranının bu dönemde yüzde 3,57 gibi yüksek oranda çıkması dikkat çekicidir. Dalgalı kur rejiminin izlendiği bu dönemde çıkan bu sonuç merkez bankasının enflasyon hedeflemesi rejimini uygularken, hem büyümeye hem de döviz kurundaki dalgalanmaya önem verdiğini göstermektedir. Buna göre bu dönemde TL’de meydana gelecek yüzde 1’lik değerlendirme hedeflenen nokta enflasyon değerinin yüzde 3,57 oranında yukarı çıkmasına sebep olması beklenmektedir. Ülkeye giren portföy yatırımlarının etkisi açık enflasyon hedeflemesi döneminde genel dönemle benzer çıkmıştır. Açık hedefleme dönemi için anlatılan bu değişkenler örtük hedefleme döneminde anlamlı çıkmamıştır. Birincisi, bu döneme ait veri sayısı azdır. İkincisi de, bu dönem merkez bankası tarafından bir geçiş dönemi olarak değerlendirilmiş ve planlı bir programdan ziyade IMF ile geçilen bir dönem olmuştur.

2006-2011 döneminde uygulanan açık enflasyon hedeflemesi rejiminde beklenen enflasyonun (merkez bankasının ayda iki kere yaptığı anketten çıkan sonuçlar) 1 puan artması MB tarafından açıklanan nokta enflasyon hedeflerini yüzde 5,22 kadar pozitif yönde saptırmaktadır. Ancak anlamlılık düzeyi ancak %10 hata düzeyinde mümkün olmaktadır. Bu sonuç enflasyonist beklentilerin ne derece önemli olduğunu ortaya koymaktadır. Zaten enflasyon hedeflemesi rejiminin en temel ayaklarından bir tanesi de önceden hedef enflasyonun ilan edilerek iktisadi ajanlardaki enflasyonist beklentinin yada Frederic Mishkin'in deyimiyle enflasyon psikolojisinin kırılmasıdır. 2001'den önce bu anket yapılmadığı için dönemsel kıyaslama yapılamamakta ancak denklem 6'da beklenen enflasyonun 2002-2005 döneminde hedefleri  $-1.81$  saptırdığı ortaya çıkmaktadır, fakat katsayısı anlamlı değildir. Katsayının anlamsız çıkmasının ifade ettiği anlam, merkez bankasının enflasyon hedeflemesini örtük şekilde uyguladığından dolayı iktisadi bireyler enflasyon beklentilerini bu doğrultuda oluşturamamışlardır ve bundan dolayı da beklenen enflasyon gerçekleşen enflasyondaki sapmayı anlamlı bir şekilde etkileyememiştir. EHR döneminde bütçe, büyüme açığı ve cari açık değişkenlerine ait katsayılar anlamlı çıkmamıştır. Bütçenin katsayısı negatif, cari açığın ve büyüme açığının da pozitif çıkmıştır. O halde küresel krizden sonra finansal istikrar ve fiyat istikrarı yanında merkez bankasına biçilen üçüncü bir rol olan cari açığı azaltma görevinin 2006-2011 arasında merkez bankasının temel bir politikası olmadığı ortaya çıkmaktadır. Daha doğrusu fiyat istikrarı temel hedefi doğrultusunda cari açığın dikkate alınmadığı görülmektedir. Ayrıca 2010'dan sonra başlayan cari açığı dikkate alma politikasının ilerleyen süreçte yeterli düzeyde verilerle tekrar sınanması halinde daha farklı sonuçların çıkması beklenmektedir.

Modellerde faiz değişkeninin anlamsız çıkması, verilerin aylık toplanmış olmasının yarattığı veri uygunsuzluğu yanında önemli bir başka anlamı daha vardır. Buna göre merkez bankası faiz politikası aracını ara rejim hedeflerini gerçekleştirme doğrultusunda kullanmamıştır. Analiz ettiğimiz dönemde bu politikanın kamu borç finansmanı doğrultusunda kullanıldığını, fiyat istikrarı amacı doğrultusunda bu politikanın kullanılmadığını görmekteyiz. Tüm ara dönemler bazında faiz değişkeninin hedeften sapmaya etkisine bakıldığında, bu politikanın açık enflasyon

hedeflemesi rejiminde diğer rejimlere göre daha etkili olduğu regresyonlardan görülmektedir (0.28).

2006-2011 döneminde sapmayı etkileyen faktörler içinde dış alem enflasyon oranının (ENF\_USA) yer almaması Mishkin'e (1997) göre enflasyon hedeflemesi rejiminin en karakteristik beş temel avantajından bir tanesinin doğal sonucudur. Çünkü enflasyon hedeflemesi politikası yurtiçi mülahazaların ön planda tutularak, para politikası araçlarının içsel önceliklere odaklanmasını sağladığı için döviz kuru çapası başta olmak üzere diğer para politikası rejimlerine göre daha avantajlı görülmektedir.

Daha önce yapılan Chow testi sonucu 1994 ve 2001 yıllarında yapısal kırılma olduğu ortaya çıktığı için genel dönemi üç alt döneme ayırarak 8,9,10 regresyonlarında analiz ettik. Ancak 1990-1993 ve 1995-2000 döneminde merkez bankası her yıl parasal programlama hedefleri yayınlamadığı için, bu dönemlere ait gözlem sayıları da 30'un altında kaldığından  $R^2$  ve katsayı tahminleri yanıltıcı olabilmektedir. Geriye kalan 2002-2011 dönemine ait 10 nolu regresyona bakıldığında rezerv, bütçe, dış alem enflasyonu ve ticaret dengesi değişkenlere ait katsayıların genel döneme paralel şekilde negatif ve anlamlı çıktığı görülmektedir. Genel döneme yakın çıkan bu büyüklükler sırasıyla yüzde -3.10, -0.11, -3.80 ve 35.61'dir.

Regresyon tahminlerine ait bulgular analiz edildikten sonra toplu halde bu değişkenlerin ilgili ara rejim döneminde merkez bankası hedeflerini ne yönde etkiledikleri Tablo 4.8'de sunulmaktadır. Gölge değişkenler çıkarıldıktan sonra kalan değişkenlerden katsayıları anlamlı olanlar ve olmayanlar toplu halde tabloda gösterilmiştir. Yukarıda bu değişkenler detaylıca anlatıldığı için ayrıca tablonun okunması yapılmayacaktır.

**Tablo 4.8. İşaret Tablosu: Ara Rejim Dönemine Göre Değişkenlerin Hedeften Sapmayı Etkileme Yönü**

|          | Parasal hedefleme | Döviz çapası | Örtük hedefleme | Açık enf. Hedeflemesi |
|----------|-------------------|--------------|-----------------|-----------------------|
| M2y      | ++                | ++           | +               | -                     |
| Rez      | ++                | -            | --              | --                    |
| Butce    | +                 | +            | +               | -                     |
| Faiz     |                   |              | +               | +                     |
| Enf      |                   |              | +               |                       |
| Bek_enf  |                   |              | -               | +                     |
| Buy      | ++                | --           | -               | --                    |
| Buy_acik |                   |              |                 | +                     |
| Ca       | --                |              | +               | -                     |
| Tic_deng | ++                |              | -               | --                    |
| Fin      |                   |              | -               |                       |
| Enf_usa  | --                |              |                 | -                     |
| Fred     | --                |              |                 |                       |
| open     | --                |              |                 |                       |
| nom_kur  | ++                | -            | -               | ++                    |
| portf    |                   |              |                 | ++                    |
| ca       | --                |              |                 |                       |
| vol      | +                 |              |                 | ++                    |

**Notlar:** ++, ve -- işaretleri anlamlı değişkenleri, + ve - işaretleri de anlamlı olmayan değişkenleri göstermektedir.

Tablo 4.7’den elde edilen katsayılar para teorisi önermeleri ile uyumlu çıkmıştır. Beklendiği gibi geniş para arzı, döviz rezervleri, genel bütçe dengesi, büyüme ve dış alem enflasyonu istatistiksel olarak anlamlı çıkmış ve merkez bankasının hedeflediği ara rejim büyüklük değerlerinden sapılmasına etki eden en temel parasal, mali ve uluslararası makroekonomik değişkenler olmuşlardır. Ancak etki düzeylerinin oldukça küçük olması merkez bankasının kurala göre politika izlemek istediğini ancak bunu tam uygulayamadığını ortaya koymaktadır. İktisat teorisi açısından merkez bankasının maliye, para ve dış ticaret ile dış şokların etkisinde faiz kararları alması beklenen bir durumdur. Modelden çıkan sonuçlara bakıldığında, para

kurallarını (kısa vadeli faiz oranlarını) Taylor'un ifade ettiği gibi büyüme açığı ve enflasyon açığı üzerinden oluşturan merkez bankası bu iki olguyu doğrudan yada dolaylı yoldan etkileyen para, maliye ve dış ticaret şoklarıyla karşı karşıya kalmıştır. Dolayısıyla bu etkileri üzerinde barındırmaktadır. Bundan olsa gerek, Bernanke ve Mishkin (1997)'nin kurala benzer (rule-like) politika adını verdikleri bir politika tipini izlemeye çalışmıştır.<sup>798</sup> Yani, merkez bankası kısa vadeli faizlerle para politikası kuralını oynarken, hedeflenen büyüklük değeriinde meydana gelen sapmaları tekrar rayına koymak için duruma göre müdahalelerde de bulunmaktadır.<sup>799</sup>

Böylece elde edilen tüm bulgulara göre ara rejim hedefinden sapmayı en çok ve en az etkileyen istatistiksel anlamlı altı temel değişken, rez,m2y,butce,dıştic,buy,enf (gölge değişkenler hariç), büyük etkiden küçük etkiye doğru hem tüm dönem için hem de ara rejim tiplerine göre Tablo 4.9'da gösterilmektedir. Buna göre, buy, m2y ve rez genel dönem için en önemli parametreler olurken, parasal hedefleme döneminde bu üç sırayı rez, buy ve open almaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejiminde ise sapmayı en çok etkileyen ilk üç parametre buy, bek\_enf ve rez değişkenleri olmaktadır.

---

<sup>798</sup> Bernanke ve Mishkin, **a.g.e.**, 1997

<sup>799</sup> Friedman ve Kuttner, **a.g.e.**, s.10

**Tablo 4.9. Bağımsız Değişkenlerin Performans Değişkenine Etki Derecesine Göre Büyükten Küçüğe Sıralanması<sup>800</sup>**

| Genel dönem(PD1)                                                 | Parasal dönem                                   | Döviz çapası | Örtük hedefleme | Açık enflasyon hedeflemesi                                              |
|------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|--------------|-----------------|-------------------------------------------------------------------------|
| buy<br>m2y<br>rez<br>butce<br>ca<br>tic_deng<br>portf<br>enf_usa | rez<br>buy<br>open<br>ca<br>tic_deng<br>enf_usa | Buy<br>M2y   |                 | buy<br>bek_enf<br>rez<br>tic_deng<br>vol<br>nom_kur<br>enf_usa<br>portf |

**Notlar:** a/sadece %1 ve %5 hata düzeylerinde anlamlı değişkenler tabloya alınmıştır.  
b/mutlak sapmanın büyüklüğüne göre değişkenler sıralanmıştır

Buna göre EKK ile elde edilen ampirik sonuçlara göre merkez bankasının sapma davranışını ara rejim dönemlerine göre en iyi yansıtan modeller aşağıdaki gibi çıkmıştır:

<sup>800</sup> Değişkenlerin toplam etkisi maliye, para,dış ticaret ve dış şoklardan gelen eksi ve artı yönlü sapmaların bir toplamı olarak bağımlı değişkenin hareket yönünü belirleyecektir. Bu değişkenlerin sapmaya etkisi sıfır olduğu durumda ancak PD tam hedefe doğru ilerler, yada bu etkilerin (artı ve eksi yönlü hareketler) toplamının gösterdiği istikamette hareket edecektir. Bu da tüm katsayılar yüzdelik oranlar cinsinden verildiği zaman bunların hepsinin yüzde bir artması koşuluyla, toplam katsayıların sıfırdan küçük yada büyük çıkmasına göre PD'nin yönünün belli olacağı anlamına gelmektedir. En geniş modelimizin 19 bağımsız değişkeni olduğuna göre,  $m = 19$  olmak üzere katsayılar toplamının PD'yi hangi yönde hareket ettireceği modelde tahmin edilen  $\beta_i$  katsayılarının (tüm parametrelerin yüzde 1 arttığı koşuluyla) aşağıda hesaplanan toplama bakılarak karar verilir:

$$\sum_{i=1}^m \beta_i$$

Eğer  $\sum_{i=1}^m \beta_i < 0$  ise, ara rejimde hedeflenen parasal büyüklüğün yada enflasyon değerinin altında bir gerçekleşme meydana gelmiş ve bu yüzden de PD negatif yönde sapma göstermektedir. Sapmanın şiddeti katsayı toplamı ile bulunmaktadır. Benzer şekilde  $\sum_{i=1}^m \beta_i > 0$  ise, hedeflenen büyüklük gerçekleşen değer altında kalmıştır. Bu yüzden de PD pozitif yönde sapma gösterecektir.  $\sum_{i=1}^m \beta_i = 0$  ise hedeflenen büyüklük ile gerçekleşen büyüklük aynı çıkmıştır. Ancak bu gerçekleştirilmesi imkansız bir politikadır.

|                                          |                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Genel dönem:</b>                      | $PD_t = 29.23 + 0.30m2y - 0.20rez + 17.68dum\_ehr - 0.01butce + 18.48dum\_bag - 0.96buy - 0.01ca - 3.86dum\_1994 - 2.46tic\_deng - 22.80enfusa - 121.31nom\_kur + 0.002portf$ $R^2 = 0.77, \text{adj. } R^2 = 0.62, F = 5.23, \text{White (prob. of chi-sq)} = 0.63$ |
| <b>Parasal hedefleme:</b>                | $PD_t = 11.21 + 1.43rez + 0.31buy - 0.01ca + 0.001tic\_deng - 0.001enf\_usa - 102.7fred + 356.3fred - 6.98open$ $R^2 = 0.98, \text{adj. } R^2 = 0.95, F = 30.42, \text{White (prob. of chi-sq)} = 0.41$                                                              |
| <b>Döviz çapası<sup>a</sup>:</b>         | $PD_t = -84.23 + 0.29m2y + 14.41dum\_bag - 1.72buy$ $R^2 = 0.88, \text{adj. } R^2 = 0.76, F = 7.43, \text{White (prob. of chi-sq)} = 0.51$                                                                                                                           |
| <b>Örtük hedefleme:</b>                  | katsayılar anlamlı çıkmamıştır                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>AçıkEnflasyon hedeflemesi rejimi:</b> | $PD_t = 258 - 4.14rez + 5.22bek_{enf} - 12.35buy + 63.92vol - 4.41tic_{deng} - 22.23enf_{usa} + 3.57nom_{kur} + 0.03portf$ $R^2 = 0.88, \text{adj. } R^2 = 0.78, F = 7.35, \text{White (prob. of chi-sq)} = 0.92$                                                    |

**Notlar:** a/ döviz çapası katsayıları düşük veriyle yapıldığı için sadece fikir vermesi için buraya alınmıştır. Yorumlanması hatalı olur.

Oluşturulan bu benchmark modeller TCMB için bir para politikası kuralı niteliğindedir. Merkez bankasının bu katsayıları dikkate alıp gelecek dönem para politikasını oluşturmasında fayda vardır. Halen merkez bankasının kullandığı ara rejim olan açık enflasyon hedeflemesi rejimi modeline baktığımızda, elde edilen reaksiyon katsayıları merkez bankasının esnek bir politika uyguladığını ortaya çıkarmaktadır. Birinci bölümde TCMB için elde edilen kayıp fonksiyon grafiğinde de ortaya çıkan bu deneysel sonuç, merkez bankasının büyüme yada enflasyonu katı şekilde hedeflemediğini ortaya koymaktadır. Bu da merkez bankasının kanunen bağımsız olmasına rağmen hala hükümetin hedefleri doğrultusunda birden fazla makroiktisadi hedefi bir arada yürütmeye devam ettiğini göstermektedir.

#### 4.5.2. Probit Modeli Uygulama ve Bulgular

##### 4.5.2.1. Lineer Olasılıklı Modeller ve Probit Modeli

Probit yaklaşımı ile katsayı tahminine geçmeden önce çok sık kullanılmayan bu yöntem hakkında bilgi vermekte fayda vardır. 1 yada 0 (evet yada hayır, başarılı yada

başarısız) gibi iki değer alan nitel bağımlı bir değişkenin ( $PC_i$ ) yer aldığı modeller lineer olasılıklı modelleri olarak bilinir: <sup>801</sup>

$$PC_i = \beta_1 + \beta_2 Y_i + \beta_3 E_i + \beta_4 A_i + v_i \quad (4.2)$$

$$E(v_i) = 0 \quad \text{olduğu için}$$

$$E(PC_i) = \beta_1 + \beta_2 Y_i + \beta_3 E_i + \beta_4 A_i \quad \text{olur.} \quad (4.3)$$

$PC_i$ , bilgisayar sahibi olma değişkeni olsun. Bu durumda bunu etkileyecek bağımsız değişkenleri basitlik açısından bir taneye indirgersek;  $E(PC_i) = \beta_1 + \beta_2 X_{i2}$  olur.  $P_i$ ,  $i$  şahsının bir PC sahibi olma olasılığı olarak şöyle yazılır:

$$P_i = Prob(PC_i = 1). \quad (4.4)$$

$PC_i$ 'nin beklenen değeri ;

$$\begin{aligned} E(PC_i) &= 1 \cdot prob(PC_i = 1) + 0 \cdot prob(PC_i = 0) \\ &= 1 \cdot P_i + 0 \cdot (1 - P_i) \\ &= P_i \text{ olur.} \end{aligned} \quad (4.5)$$

Böylece,  $E(PC_i)$  ikili değişkeninin tahmini değeri basitçe  $i$  kişinin bir PC sahibi olma olasılığına eşittir:

$$P_i = \beta_1 + \beta_2 X_{i2}. \quad (4.6)$$

Bu modellere lineer olasılıklı modeller denir. Katsayı yorumları da örneğin, “gelir arttıkça bilgisayar sahibi olma olasılığı artıyor yada azalıyor” şeklindedir.

$Y_i^*$  değişkeni  $i$  kişinin PC almak için harcadığı, gözlemlenemeyen örtük bir değişken olsun. Bu  $Y_i^*$  bağımlı değişkenini iki bağımsız değişken içeren lineer bir model olarak şöyle yazarız:

$$Y_i^* = \beta_1 + \beta_2 X_{i2} + v_i \quad (4.7)$$

---

<sup>801</sup> Ben Vogelpang, **Econometric Theory and Applications with Examples**, Pearson Education limited Press, 2005, s.236-240



Buna bağılı olarak gözlemleyebileceğimiz  $Y_i$  binomial değişkeni de şöyle oluşturulmaktadır:

$$Y_i = \begin{cases} 1, & \text{eğer } Y_i * > 0 \\ 0, & \text{diğer durumlarda} \end{cases}$$

$P_i$ ,  $Y_i * > 0$  olayının olasılığını gösterebilir (bizim çalışmada PD değişkeninin belirlenen eşik sapma değerinden daha yüksek çıkması):

$$\begin{aligned} P_i &= Prob(Y_i = 1) \\ &= Prob(Y_i * > 0) \\ &= Prob(\beta_1 + \beta_2 X_{i2} + v_i > 0) \\ &= Prob(v_i > -(\beta_1 + \beta_2 X_{i2})) \end{aligned} \quad (4.8)$$

Rassal terimin sıfır ortalama etrafında simetrik dağıldığı varsayımı altında (normal dağılım koşulu) aşağıdaki koşul sağlanır:

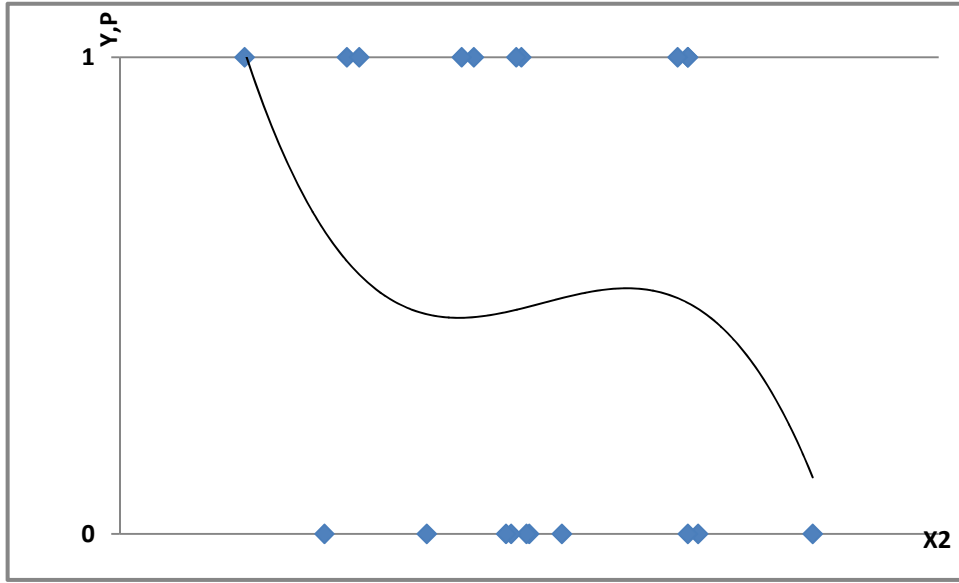
$$Prob(v_i > -(\beta_1 + \beta_2 X_{i2})) = Prob(v_i < \beta_1 + \beta_2 X_{i2}) \quad (4.9)$$

Bunun anlamı  $P_i = Prob(Y_i = 1)$  ve  $Prob(v_i < \beta_1 + \beta_2 X_{i2})$  ifadelerinin birbirine eşit olduğudur. Böylece  $P_i$  olasılığı  $v_i$  rassal teriminin dağılımına dayanmaktadır. Eğer  $v_i$  normal dağılıyorsa, “**Probit Model**” olarak bilinen model ortaya çıkar. Ancak yukarıdaki karışık olasılık hesaplarıyla uğraşmak yerine araştırmacılar lojistik dağılım denilen (logistic distribution) ve  $v_i$  lerin irikimli normal dağılımlarını dikkate alan aşağıdaki dağılım fonksiyonu ile işlem yapmayı tercih etmektedirler:

$$\begin{aligned} F(\beta_1 + \beta_2 X_{i2}) &= \frac{e^{\beta_1 + \beta_2 X_{i2}}}{1 + e^{\beta_1 + \beta_2 X_{i2}}} \\ &= \frac{1}{1 + e^{-\beta_1 - \beta_2 X_{i2}}} \\ &= \frac{1}{1 + \exp(-\beta_1 - \beta_2 X_{i2})} \end{aligned} \quad (4.10)$$

Elde edilen bu lojistik fonksiyon S – şeklinde “0” ve “1” arasında dalgalanır (Şekil 4.2). Şekile göre her  $X_2$  değeri için  $Y, P$  değerleri 0 yada 1 olmaktadır.

**Şekil 4.2. Lojistik Fonksiyonu**



Lojistik fonksiyon yardımıyla  $P_i$  için aşağıdaki model elde edilir:

$$P_i = \frac{1}{1 + \exp(-Y_i *)}$$

$$= \frac{1}{1 + \exp(-(\beta_1 + \beta_2 X_{i2} + v_i))} \quad (4.11)$$

Bu son denklem  $P_i$  değerlerinin 0 ve 1 arasında dağıldığını göstermektedir. Eğer  $X_{i2} \rightarrow \infty, P_i \rightarrow 1$  ve eğer  $X_{i2} \rightarrow -\infty, P_i \rightarrow 0$ . Probit modeli,  $Y_i$  bağımlı değişkeninin normal dağıldığını varsayarken, Logit model bu değişkenin lojistik eğriye dayandığını varsaymaktadır

(4.11) denklemini  $1 - P_i$  için yeniden yazarsak;

$$1 - P_i = \frac{\exp(-(\beta_1 + \beta_2 X_{i2} + v_i))}{1 + \exp(-(\beta_1 + \beta_2 X_{i2} + v_i))} \quad (4.12)$$

(4.11) ve (4.12)'ün doğal logaritması alınır;

$$\ln\left(\frac{P_i}{1-P_i}\right) = \ln\left(\frac{1}{\exp(-Y_i^*)}\right) = Y_i^* \\ = \beta_1 + \beta_2 X_{i2} + v_i \quad (4.13)$$

Elde edilir. (4.13) modeli non-lineerdir (doğrusal değil), bu modelin anlamlılığı LR (loglikelihood ratio) ile test edilir. İki değer alan nitel bağımlı değişkenlerle yapılan lineer olasılıklı modellerin 0 ve 1 aralığında kalması için geliştirilen probit modeli bu aralıkta kalmayı sağlayan doğrusal olmayan bir modeldir. Modelin katsayı tahminleri nümerik (sayısal) iterasyonlarla yapılmaktadır. Probit modelinde tahmin edilen regresyon doğrusunun gerçek regresyon doğrusunu ne kadar temsil ettiği uyum iyiliği ölçüsü ile saptanmaktadır. Bunun için geliştirilen testlerden bu çalışmada Mc Fadden R<sup>2</sup> uyum iyiliği ölçüsü kullanılmıştır.

Özetle probit modeli ile yapılmak istenen, dağılımı biraz daha normalleştirmeye çalışarak,<sup>802</sup> olasılıklı süreçlerin katsayı tahminlerini ortaya çıkarmaktır. Lineer olasılıklı modeller hakkında verilen bu kısa teorik bilgiden sonra, probit modeli ile tahmin yapmaya geçebiliriz.

#### 4.5.2.2. Probit Yaklaşımı ile Katsayı Tahmini

Yukarıda Model 1'de sapmayı (PD) etkileyen faktörleri ortaya koyduktan sonra, bu kısımda tahmin edilecek bir probit modeli ile merkez bankasının başarısını etkileyen faktörler daha spesifik olarak analiz edilecektir. Bu kapsamda yukarıda model 1 için elde edilen bağımlı PD değişkeni üzerinden merkez bankasının başarılı olduğu yüzdelik dilimin bulunması ve buna göre parametrelerin tahmin edilmesi yoluna gidilmektedir. Burada sapmanın eksi yada artı yönde olmasında ziyade sıfır ortalamaya göre yaptığı sapma miktarıdır. Bu yüzden yukarıdaki PD2'yi tekrar, ancak mutlak değer şeklinde yazacağız:

$$|PD| = \left| 100 \left( \frac{x - x^*}{x^*} \right) \right|$$

---

<sup>802</sup> Ekonomi Yaz Seminerleri Ders notları, Pamukkale Üniversitesi, Denizli, 2011

Denklemden  $x$  gerçekleşen büyüklük  $x^*$  ise dönem başında nominal çapanın hedeflenen değeridir. PD için belirlenecek bir eşik yüzde değere göre merkez bankasının başarısız olduğu, ya da başarılı olduğu kabul edilmektedir. Bu ölçüt altında eşik değerin belirlenmesi Krueger, Osakwe ve Page'in (1998) çalışmasına benzer şekilde, ortalamaya standart sapmanın bir buçuk katı ilave edilerek aşağıdaki gibi elde edilmiştir:<sup>803</sup>

$$|PD| \geq \mu + 1.0\sigma \rightarrow \text{merkez bankası başarısızdır} \quad EF = 1$$

$$|PD| < \mu + 1.0\sigma \rightarrow \text{merkez bankası başarılıdır} \quad EF = 0$$

Burada  $\mu$  PD'lerin ortalamasını,  $\sigma$  ise standart sapmasını göstermektedir. EF ise performans değişkeninin ilgili aydaki verisinin eşik değerin altında kalması yani başarılı olma olasılığıdır. Böylece kurulacak modelin bağımlı değişkeni “0” ve “1” den oluşan değişken olacaktır:

$$EF_i = \begin{cases} 0, & PD_i \text{ (sapma) eşik değerin altındaysa} \\ 1, & PD_i \text{ (sapma) eşik değerin üstündeyse} \end{cases}$$

Burada  $i$  her bir zaman serisine ait gözlem değeridir. Çalışmamızın bundan sonraki kısmında elde edilen EF bağımlı değişkeni ile kurulan probit modeli tahmin edilmektedir. Probit için kullanılan PD serisi PD3'tür. Çünkü bu seri dört ara rejimi dikkate alarak hazırlanmıştır. PD serisine ait ortalama % 32,5 standart sapma ise % 26,4 çıkmıştır. Bu sonuçlar tablo 4.4'ten farklıdır. Çünkü mutlak değer alınarak hesaplanmıştır. Bu durumda  $\mu + 1.0\sigma$  toplamı % 58,9 kritik eşik değerine eşit olur. Yukarıdaki ifadeyi tekrar yazarsak aşağıdaki nihai durum elde edilir.

$$EF_i = \begin{cases} 0, & PD_i < 58.9 \\ 1, & PD_i \geq 58.9 \end{cases}$$

<sup>803</sup> M. Krueger, P. N. Osakwe, J. Page; “Fundamentals, Contagion and Currency Crises: An Empirical Analysis”, **Bank of Canada Working Papers**, No:10, 1998, pp.1-36

Bu son durumdaki eşik değere göre PD'ler "0" ve "1" diye yazılarak EF bağımlı değişkeni elde edilir. Buna göre probit ile tahmin edilecek EF değerinin beklenen olasılık değeri arttıkça merkez bankasının başarısız olduğu, yani ara rejim hedefinden pozitif yönde sapma gösterdiği ortaya çıkacaktır.<sup>804</sup> Tahmin edilecek modelde bunu sağlayan değişkenler ve etki düzeyleri tespit edilmektedir.

Son olarak, probit modelinde kullanılacak verilerin durağan olması gerektiğinden yukarıda yapılan ADF testine göre modelde kullanılacak verilerin birinci farkları alınarak modele dahil edilmiştir. Probit modelinin tahmininde Stata 11.0 ve Eviews 6SV kullanılmıştır.

**Tablo 4.10. Probit Modeli Tahmin Sonuçları**

| Gözlem sayısı = 181              |         |           |       |       | Prob > chi <sup>2</sup> = 0.0002         |         |
|----------------------------------|---------|-----------|-------|-------|------------------------------------------|---------|
| LR chi <sup>2</sup> (10) = 33,40 |         |           |       |       | Log likelihood = -90,92340               |         |
| Bağılı Değişken: EF              |         |           |       |       | Pseudo R <sup>2</sup> (Mc Fadden)= 0.245 |         |
| Bağımsız Değişkenler             | Katsayı | Std. Hata | z     | p> z  | [95% Güven Aralığı]                      |         |
| buy                              | -0,0969 | 0,0316    | -3,06 | 0,002 | -0,1589                                  | -0,0349 |
| butce                            | 0,1285  | 0,0478    | 2,69  | 0,007 | 0,0347                                   | 0,2222  |
| m2y                              | 0,0234  | 0,0104    | 2,25  | 0,025 | 0,0030                                   | 0,0438  |
| faiz                             | -0,0080 | 0,0061    | -1,3  | 0,194 | -0,0200                                  | 0,0041  |
| nom_kur                          | 0,0051  | 0,0050    | -3,02 | 0,002 | -0,0046                                  | 0,0149  |
| rez                              | -1,2210 | 1,5254    | -0,8  | 0,423 | -4,2107                                  | 1,7688  |
| open                             | -0,0084 | 0,0055    | -1,52 | 0,128 | -0,0193                                  | 0,0024  |
| enf                              | -0,0853 | 0,0280    | -3,04 | 0,002 | -0,1403                                  | -0,0304 |
| ca                               | -0,0002 | 0,0002    | -1,29 | 0,197 | -0,0005                                  | 0,0001  |
| buy_acik                         | -0,0003 | 0,0001    | -1,9  | 0,058 | -0,0005                                  | 0,0000  |
| Sabit                            | 0,6955  | 0,4180    | 1,66  | 0,096 | -0,1238                                  | 1,5147  |

**Not:** 1 Başarısızlığı 0 ise başarıyı sembolize etmektedir.

<sup>804</sup>  $P(EF = 0) = (PD < 58.9) = P(\beta_i \sum X_i + \varepsilon_i < 0)$

$= P(\varepsilon_i < -\beta_i \sum X_i) = P(\varepsilon_i \geq \beta_i \sum X_i)$ .

$\varepsilon_i$ 'ler simetrik normal dağılıma sahip oldukları için son yazılan eşitlikteki iki olasılık değeri birbirine eşit çıkmıştır.

Tablo 10’da kurulan probit modelinin tahmin sonuçları yer almaktadır. Model sonuçlarına göre, mevduat faizi, döviz rezervi, ticari açıklık ve cari işlemler dengesi değişkenleri istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır. Buna karşılık, büyüme, bütçe dengesi, geniş para arzı, nominal döviz kuru, enflasyon, büyüme açığı değişkenleri istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Öncelikle bu sonuçlar Mishkin ve Schmidt-Hebbel’in (2001) buldukları ile örtüşmektedir. Ayrıca Mc Fadden  $R^2$  değeri bu modeller için yeterli düzeyde çıkmıştır. Modelin uyum iyiliği LR (p) değeri  $0.0002 < 0.05$  olduğu için modelin anlamlı olduğu kanıtlanmıştır. İktisat teorisinin öngördüğünün aksine bazı değişkenlerin katsayılarının anlamsız çıkması yada teoride var olan ilişkilerin hiç çıkmamış olması, etkileşim yönünün farklı olması gibi beklenmeyen sonuçların temel nedeni yıllık verilerin düşük frekanslı olmasından dolayı aylık verilerle çalışmayı tercih etmemizdir. Değişkenlerin aylık değişim oranları parasal iktisatın teorik beklentilerini tam anlamıyla bağımlı değişkene yansıtamamıştır. Bu yüzden probit modelinde anlamsız çıkan döviz kuru, faiz, cari açık ve rezerv değişkenlerinin yüksek frekanslı seriler ile çalışma yapıldığında daha gerçekçi sonuçlar ortaya koyması beklenmektedir.

Ancak faiz değişkeninin merkez bankası başarısını etkileyen faktörler arasında çıkmamasının çok önemli bir başka anlamı vardır. Normal şartlarda merkez bankası faiz politikası aracını ara rejim hedeflerini gerçekleştirme doğrultusunda kullanmaktadır. Ancak analiz ettiğimiz dönemde bu politikanın kamu borç finansmanı doğrultusunda kullanıldığını, fiyat istikrarı amacı doğrultusunda bu politikanın kullanılmadığını görmekteyiz.

Probit modeli üzerinden katsayı yorumlanması olasılıklarla mümkün olmaktadır. Buna göre para arzı (m2y) bir birim artarsa (burada birim yüzdelik olduğundan yüzde bir artarsa), EF’nin beklenen olasılık değeri 0,02 kadar artar. Bu da sıfırdan uzaklaşma anlamına geldiği için merkez bankasının başarılı olma olasılığı 0,02 kadar düşer. Benzer şekilde bütçe dengesi (butce) EF’nin beklenen olasılık değerini 0,12 kadar arttırırken; nominal kurlardaki birimlik artış EF ‘nin beklenen olasılık değerini ancak 0.005 kadar arttırmaktadır. Bir birim arttıkları zaman EF’nin olasılık değerini sıfıra yaklaştıran dolayısıyla merkez bankasını daha başarılı olmaya götüren

değişkenler ve olasılık değerleri sırasıyla buy (-0.096), enf (-0.085), buy\_acık (-0.0003) şeklindedir. Katsayı tahminlerini tam olarak yapmak için Tablo 4.11’de marjinal etkiler tablosu oluşturulmuştur.

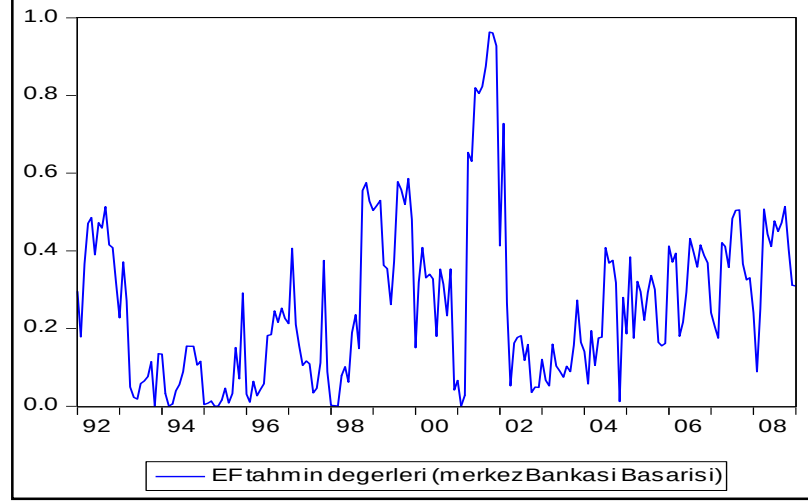
**Tablo 4.11. Probit Tahmini Sonrası Marjinal Etkiler**

| y=Pr(EF) (beklenen)=0,2267 |         |           |       |       |                     |         |          |
|----------------------------|---------|-----------|-------|-------|---------------------|---------|----------|
| değişken                   | dy/dx   | Std, Err, | z     | P> z  | [95% Güven Aralığı] |         | X        |
| buy                        | -0,0292 | 0,0094    | -3,12 | 0,002 | -0,0475             | -0,0108 | 3,5150   |
| butce                      | 0,0387  | 0,0141    | 2,74  | 0,006 | 0,0110              | 0,0664  | 5,5470   |
| m2y                        | 0,0070  | 0,0031    | 2,29  | 0,022 | 0,0010              | 0,0131  | 58,9120  |
| faiz                       | -0,0024 | 0,0018    | -1,31 | 0,192 | -0,0060             | 0,0012  | 49,1134  |
| nom_kur                    | 0,0015  | 0,0015    | 1,04  | 0,297 | -0,0014             | 0,0045  | -2,9042  |
| rez                        | -0,3678 | 0,4592    | -0,8  | 0,423 | -1,2678             | 0,5322  | 0,0123   |
| open                       | -0,0025 | 0,0017    | -1,54 | 0,124 | -0,0058             | 0,0007  | 31,2904  |
| enf                        | -0,0257 | 0,0082    | -3,14 | 0,002 | -0,0417             | -0,0097 | 28,4305  |
| ca                         | -0,0001 | 0,0001    | -1,34 | 0,181 | -0,0002             | 0,0000  | 231,2360 |
| buy_acik                   | -0,0001 | 0,0000    | -1,92 | 0,055 | -0,0002             | 0,0000  | 132,1680 |

Elde edilen marjinal etkilere göre büyüme, ticari açıklık, büyüme açığı ve enflasyon’da meydana gelecek yüzde birlik artış, EF’nin sırasıyla %0.02, %0.25, %0.01 ve %0.02 azalmasına neden olacaktır. Yani bu değişkenler EF’yi aşağı çekerek ara rejimde hedeflenen büyüklük değerine yakınsamasına yardımcı olmaktadır. Bir diğer deyişle PD değişkeninin öngörülen başarı düzeyinde yer almasını sağlamaktadırlar. Diğer değişkenler ise EF değerini arttırıcı yönde yani merkez bankasını başarısız kılacak şekilde etki etmektedir. Bütçe, geniş para arzı ve nominal kurlardaki % 1’lik artış, EF’yi sırasıyla %3.87, %0.70 ve %0.15 kadar arttırmaktadır. Yani merkez bankasının öngörülen başarı düzeyinden uzaklaşmasını sağlayan değişkenler oluyorlar. Tahmin sonuçlarına göre; enflasyon ve büyüme merkez bankasının başarılı olmasına en fazla katkı sunan; bütçe değişkeni de başarısız olması yönünde en fazla etki eden değişken olmuştur.

Son olarak EF’nin modelden tahmin edilen değerlerine göre oluşturulan Grafik 4.3’e bakıldığında yukarıda çizilen PD grafiklerine benzer şekilde örtük hedefleme döneminde, parasal hedeflemenin başlarında ve krizden sonraki süreçte merkez bankasının ara rejim taahhütlerini gerçekleştirmede daha başarılı olduğunu görmekteyiz.

**Grafik 4.3. Tahmin Edilen EF Grafiği (Merkez Bankası Başarı Fonksiyonu)**



Hem EKK hem de probit modeli sonuçlarına bakarak şu yargıya varmak mümkündür: Analizlerden çıkan anlamlı makroekonomik değışkenler, TCMB'nin 1990-2011 arası dönemde kurala göre bir para politikası izlemek istediğini desteklerken, parametrelerin etki düzeylerinin düşük olması izlenen politikanın tam kurala göre olmayan kural benzeri (rule-like) bir para politikası olduğunu ortaya çıkarmaktadır. Yani, merkez bankası kısa vadeli faizlerle para politikası kuralını oynarken, hedeflenen büyüklük değeriğinde meydana gelen sapmaları tekrar rayına koymak için daha farklı para politikası araçlarını devreye sokarak duruma göre müdahalelerde de bulunmaktadır.



## SONUÇ

Merkez bankacılığı Bretton Woods Sistemi'nin 1973'de çözülmesi yeni bir döneme girmiş ve gelişmiş yada gelişmekte olan ülke merkez bankaları bu tarihten sonra özellikle artan enflasyonist süreçte fiyat istikrarını sağlamak için döviz kuru çapası ve parasal taban kontrolleri başta olmak üzere faiz oranları, enflasyon hedeflemesi ve nominal hasıla gibi çeşitli para politikası rejimlerini (ara rejimler) Friedman'ın parasal bakış açısı doğrultusunda kurala göre uygulamaya çalışmışlardır. Kurala göre politika üst ve alt sınırları belirlenmiş hedefler dâhilinde hareket etmeyi gerektirdiği için merkez bankasının öngörülerinde başarılı olması için bu sınırlar dâhilinde kalması gerekmektedir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) ise ancak 1990 yılında bu para politikası rejimlerini uygulamaya geçirebilmiştir. Zaten TCMB ancak 1980'lerde yapılan iç ve dış liberalizasyon çalışmaları sonucunda modernleşme sürecine girebilmiştir. Gerçek manada tam bağımsız bir merkez bankası olması ise 2001 yılında yasal değişiklikle araç bağımsızlığına kavuşması ile mümkün olabilmıştır. Bu bağlamda yapılan kurumsal düzenlemeler sonucunda TCMB modern bir merkez bankası haline gelmiş ve bankacılık sisteminin toplam rezervlerini kontrol ederek para arzını ayarlamaya çalışan klasik bir merkez bankası çizgisine kavuşmuştur.

Bu yüzden merkez bankaları fiyat istikrarı temel amacı için çeşitli ara rejimler kullanmaktadırlar. Diğer tüm amaçlar bu ana amaçla çelişmedikleri sürece kullanılabilirler. TCMB, 1990-2005 arası dönemde parasal büyüklükleri hedef alan bir ara rejim politikası izlemiştir. Bu dönemde kendi bilanço kaleminde yer alan rezerv para, parasal taban, merkez bankası parası, net iç varlıklar gibi parasal büyüklüklere bir yıl önceden hedefler koymuş, takip etmiş ve politika araçları ile bu hedefleri yönlendirmeye çalışmıştır. Parasal büyüklükleri 2000-2001:01 arasında döviz çapasını hedefleyen bir para politikası izlemiştir. Sabit kur rejimi olarak da bilinen bu sistemde merkez bankası 1 Dolar ve 0,77 Avroluk döviz sepetinin TL karşısında alacağı değeri önceden belirleyerek enflasyondaki düşmenin kurdaki düşmeye yakınsamasını hedeflemiştir. Böylece enflasyonist bekleyişleri kırmak istemiştir. Ön koşulları tam sağlanamadığı için enflasyon hedeflemesi rejimi 2002-

2005 arasında örtük şekilde parasal kontrol ile birlikte uygulanmıştır. Gerekli ön çalışmalardan sonra ancak 2006 yılında fiyat istikrarı için tam (açık) enflasyon hedeflemesi rejimine geçilebilmiştir. Enflasyon hedeflemesinde merkez bankası enflasyonun gelecek dönemde izleyeceği yol hakkında öngörüsünü açıklamaktadır. Enflasyon öngörüsü hedefle uyumlu değilse kısa vadeli faiz oranları ile uyumlu kılınmaya çalışılır. Merkez bankası aldığı faiz kararlarının gerekçelerini enflasyon hedefinden sapılmasının sebeplerini içeren ayrıntılı çalışmayı üç ayda bir yayınladığı enflasyon raporuyla kamuoyuyla paylaşmaktadır.

TCMB'nin fiyat istikrarı temel amacı için ilk parasal hedefleme politikasını kamuoyu ile 1990 yılında paylaştığı bilindiğine göre, para politikasını kuralına göre uygulamaya başladığı tarihin de 1990 yılı olduğu kabul edilebilir. Bu tarihten önce duruma göre ve hükümetlere göre politikalar izlenmektedir. O halde, ilk para programından bugüne kadar TCMB'nin fiyat istikrarı temel amacı için parasal taban kontrolü başta olmak üzere, döviz kuru çapası, örtük enflasyon hedeflemesi ve açık enflasyon hedeflemesi rejimi olmak üzere toplam dört farklı ara rejim tipini kullandığını görmekteyiz. Geçen bu 20 yıllık süreçte ilki 1994 yılında olmak üzere, 2000 ve 2001 yıllarında toplam üç farklı yerel kriz, 2008 yılında da bir küresel mali kriz olmak üzere toplam dört farklı ekonomik kriz ile 1991 yılında patlak veren Körfez Savaşı hesaba katıldığında, TCMB'nin söz verdiği kurala göre politika izleme taahhüdünü sık sık askıya aldığını rahatlıkla söyleyebiliriz. Ancak gene de kalan yıllar için TCMB'nin uygulamış olduğu bu rejimlerin hangisinde daha başarılı olduğu ve bu başarıyı etkileyen faktörlerin neler olduğu, etki düzeyi ve etki yönü hakkında analiz yapmak mümkündür. İktisat teorisi açısından merkez bankasının maliye, para ve dış ticaret ile dış şokların etkisinde faiz kararları alması beklenen bir durumdur. Bu yüzden bu çalışma merkez bankasının aldığı bu kararların sonucunda, konulan hedeflerden yapılan sapmaların yüzdelik değerlerini anlamlı şekilde etkileyen para ve maliye politikası değişkenleri ile dış ticaret ve dış alem verilerinin neler olduğunu ortaya çıkarmakta ve etki düzeyleri hakkında hem genel dönem açısından hem de ara rejim dönemleri bakımından bilgi vermektedir. Çalışmanın dördüncü bölümünde ekonometrik olarak yapılan bu analizlerden elde edilen tüm bulgular bir arada değerlendirildiğinde özetle şu sonuçlara varılmaktadır:

Birincisi, merkez bankasının para politikası rejimlerini en başarılı şekilde uyguladığı dönemler, yani hedeflediği değerlere yakın gerçekleştirmelerin olduğu zaman dilimleri olarak, ilk parasal programlamanın olduğu 1990 yılı, 2001 krizi olmasına rağmen 1998-2005 dönemi ve küresel mali krizden sonraki dönem göze çarpmaktadır. Burada 1998-2005 dönemi başarı açısından sürpriz olarak değerlendirilebilir, ancak bu dönemin parasal hedeflerini IMF'nin koyduğuna, özellikle NUR ve NİV açısından merkez bankasının kendisini bağladığına, sıkı para ve maliye politikası izlendiğine dikkat etmek gerekir. Yani, IMF'nin dayattığı koşullarda belirlenmiş zoraki bütçe disiplinlerine dayanmaktadır. Bu yüzden de uygulanan para programları ortodoks karakterde olup, kurala göre para politikalarıdır

Ayrıca başarılı ayları gene başarılı ayların ve başarısız ayları da gene başarısız ayların takip ettiği ortaya çıkmıştır. Bu durumun muhtemel sebebi olarak para politikalarının bir geçiş mekanizmasına sahip olması ve bu yüzden de politika sonuçlarının geç ortaya çıkması gösterilebilir.

İkincisi, 20 yıllık süreci birlikte değerlendirdiğimizde, geniş para arzı (M2Y), döviz rezervleri (REZ), genel bütçe dengesi (BUTCE), büyüme (BUY), cari işlemler hesabı (CA), Nominal kurlar (NOM\_KUR), ülkeye giren portföy yatırımları (PORTF) ve dış alem enflasyonunun (ENF\_USA) yanı sıra merkez bankası bağımsızlığı (DUM\_BAG), 1994 krizi (DUM\_1994) ve uygulanan ara rejim tipi (DUM\_EHR) gölge değişkenleri merkez bankasının hedeflediği ara rejim büyüklük değerlerinden pozitif yada negatif yönde sapılmasına etki eden en temel parasal, mali ve uluslararası makroekonomik değişkenler olmuşlardır. Her ne kadar bunların arasında büyüme, para arzı, rezerv ve bütçe değişkenleri sapmayı diğerlerine göre daha yüksek oranda etkilese de hiçbiri tek başına sapmayı yüzde 1 kadar bile etkilememektedir. Zaten bu değişkenlerin sapma değeri ile düşük korelasyonlu olduklarını da betimleyici istatistiklerle ortaya çıkarmıştık. Etki düzeylerinin oldukça düşük olması merkez bankasının kurala göre politika izlemek istediğini ancak bunu tam uygulayamadığını ortaya koymaktadır. Ekonometrik çalışmadan çıkan sonuçlara göre, para kurallarını Taylor'un ifade ettiği gibi büyüme açığı ve enflasyon açığı üzerinden oluşturan merkez bankası bu iki olguyu doğrudan yada dolaylı yoldan

etkileyen diğer para, maliye ve dış ticaret şoklarıyla karşı karşıya kalmıştır. Dolayısıyla bu etkileri üzerinde barındırmaktadır.

Üçüncüsü, genel dönemi uygulanan ara rejim tiplerine göre alt kategorilere ayırıp baktığımızda parasal hedefleme rejiminde merkez bankasının parasal hedeflerinden sapmasını etkileyen değişkenlerin büyükten küçüğe doğru rezerv, büyüme, ticari açıklık, cari işlemler bilançosu, ticaret dengesi ve dış alem enflasyonu olarak sıralandığını görmekteyiz. Ancak bu değişkenler sapmayı açıklamada anlamlı çıkmış olsalar bile hiçbirini sapmayı yüzde 1 kadar bile etki etmemekte, yani oldukça düşük etki düzeylerinde kalmaktadırlar. Bu sonuçlar TCMB'nin parasal hedefleme rejiminde, 1970'lerde Milton Friedman'ın öngördüğü gibi sabit parasal büyüme kuralını katı şekilde takip etmediğini ortaya çıkarmaktadır. Bunun en büyük nedeni dönem boyunca yaşanan arz-talep şoklarıdır.

Bir diğer alt kategori olan döviz kuru çapası rejimi için veriler yeterli olmadığından bir fikir edinmek mümkün değildir. Örtük hedefleme döneminde ise hedeften sapmayı açıklayacak yüzde 5 hata düzeyinde anlamlı değişkenler bulunamamıştır. Aslında 2002-2005 arası dönem her ne kadar iktisat yazınında örtük dönem olarak geçse de merkez bankası örtük olma durumunu planlı bir para politikası rejimi olarak değil bir geçiş rejimi olarak değerlendirmiştir ve açık enflasyon hedeflemesi öncesi ön hazırlık aşaması olarak kabul etmiştir.

Son rejim ve son kategori olan açık enflasyon hedeflemesi rejiminde ise merkez bankasının koyduğu enflasyon hedeflerinden sapılmasına etki eden anlamlı faktörler olarak, büyüme, beklenen enflasyon, rezerv, ticaret dengesi, fiyatlardaki değişkenlik (volatilité), nominal kurlar ve portföy yatırımları ön plana çıkmaktadır. Büyüme ve beklenen enflasyon bu rejimde, dönem başında koyulan enflasyon hedefinden sapma gösterilmesine sebep olan en önemli iki parametre olarak bulunmuştur. Büyümenin artması merkez bankasının negatif yönde anlamlı oranda yüzdelik sapma göstermesi anlamına gelirken, yapılan anketler sonucu beklenen enflasyon oranlarının bir önceki aya göre yüksek çıkması merkez bankasının hedeflediği enflasyon oranını anlamlı şekilde aşması anlamına gelmektedir. Diğer rejimlerin aksine EHR'de fiyatların oynaklığı (VOL) pozitif yönde ve anlamlı şekilde hedeften sapmayı etkilemektedir.

Oynaklığın bir dönem önceye göre yüzde 1 artması yaklaşık yüzde 0.25 sapma meydana gelmesine neden olmaktadır. Buna göre TCMB, enflasyon hedeflemesi rejimini de rijit şekilde uygulamak yerine rejimin istihdam ve hâsıla üzerine olası maliyetlerini dikkate alan esnek bir politika izlemiştir. Bernanke ve Mishkin (1997)'nin kurala benzer (rule-like) politika adını verdikleri bu politika tipinde, duruma göre hedeflenen araç değişken merkez bankası tarafından regüle edilebilmektedir. Katı bir kural dayatılmasının ilerde ortaya çıkabilecek şoklar karşısında merkez bankasının pozisyon almasını güçleştireceği ve merkez bankasının gerekli tepkiyi zamanında vermesini de zorlaştıracığı ortaya çıkmıştır. Çünkü kurala göre politika dayatması uzun dönemde merkez bankasının pasifize edilmesi anlamına gelmektedir

EHR için yapılan analizler sonucunda son dönemde çokça tartışılan bir konu da açıklığa kavuşmuştur. Buna göre Türkiye'de cari işlemler dengesi açık vermeyi sürdürdükçe, enflasyon hedefinden pozitif yönde sapılacağı, yani ülkede tekrar bir enflasyonist olgunun yaşanacağı uygulamalı olarak bu çalışmada ortaya çıkmıştır. Bu sonuç çalışmanın yan ürünlerindendir. Çalışmanın bir diğer yan ürünü de enflasyon hedeflemesi rejiminin diğer rejimlere olan karakteristik üstünlüğünün Türkiye deneyiminde de ortaya çıkmasıdır. Buna göre, 2006-2011 döneminde uygulanan açık enflasyon hedeflemesi rejiminde dış alem enflasyon oranı (ENF\_USA) ve dış alem faiz oranı (FRED) hedeften sapmayı etkileyen faktörler içinde yer almamıştır. İktisat teorisine uygun çıkan bu bulgu Mishkin'e (1998) göre enflasyon hedeflemesi rejiminin en karakteristik beş temel avantajından bir tanesinin doğal sonucudur. Çünkü enflasyon hedeflemesi rejiminde para politikalarının yurtiçi önceliklere ve yurtiçinden ekonomiye gelen şoklara karşı duyarlı olması, yurtiçi mülahazaların ön planda tutularak, para politikası araçlarının içsel önceliklere odaklanması hedeflenmektedir. Bu yönüyle de EHR, döviz kuru çapası başta olmak üzere diğer para politikası rejimlerine göre daha avantajlı görülmektedir.

Dördüncüsü, faiz değişkeni incelenen dönemlerde anlamlı çıkmamıştır. O halde merkez bankası bu politikayı fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda değil de, kamu kesimi borçlanma gereği doğrultusunda kullanılmıştır. Buna rağmen bu

politika beklendiği gibi açık enflasyon hedeflemesi rejiminde diğer rejimlere göre daha etkili çıkmıştır.

Son olarak, elde edilen tüm bulguları birlikte değerlendirdiğimizde TCMB için şu iki temel yargıya varmak mümkündür: Birincisi, merkez bankasının 1990-2011 arası dönemde uygulamış olduğu parasal kontrol hedeflemesi, döviz kuru çapası, örtük ve açık enflasyon hedeflemesi ara rejimlerinde hedeflemiş olduğu parasal büyüklük yada enflasyon oranı değerlerinde meydana gelen sapmaları etkileyen faktörler olarak, büyüme, geniş para arzı artış oranı, döviz rezervi değişim oranı, genel bütçe dengesi değişimi, cari işlemler hesabı değişimi, dış ticaret dengesi, ülkeye giren portföy yatırımları, dış alem enflasyonu gibi içsel ve dışsal makroekonomik faktörler istatistiksel olarak anlamlı çıktığı için merkez bankasının para politikası araçlarını duruma göre değil de kurala göre bir politika çerçevesinde uygulamaya çalıştığı anlaşılmaktadır, ancak regresyonlarda tahmin edilen parametrelere ait katsayılar oldukça düşük etki düzeylerine sahip oldukları için de uygulanan politikanın kurala benzer bir politika olduğu- Bernanke ve Mishkin'in deyiimiyle "rule-like policy"- ortaya çıkmıştır. İkincisi, merkez bankasının belirlenen hedeflerden yüzdelik sapma verileri bir tasnife tabi tutulup belirlenen eşik değerin altında başarılı ve üstünde ise başarısız kabul edilmesi sonucu elde edilen ve 0 ile 1'lerden oluşan bağımlı değişken için tahmin edilen probit modeli sonuçlarına göre, büyüme, ticari açıklık, büyüme açığı ve enflasyonda meydana gelecek artışlar bağımlı değişkenin öngörülen eşiğin altında kalmasına sebep olurken, bütçe, geniş para arzı ve nominal kurlardaki artışlar ise başarıdan sapma olasılığını arttırıcı yönde yani merkez bankasının öngörülen başarı düzeyinden uzaklaşmasına sebep olmaktadır. Bir diğer deyişle, başarılı olma olasılığını azaltmaktadır. Ayrıca tüm verilerin yüzdelik değerler cinsinden verildiği hesaba katıldığında, enflasyon, büyüme ve bütçe değişkenlerinin merkez bankasının başarılı olma olasılığını en fazla arttıran faktörler olduğu ortaya çıkmıştır. Ancak buna rağmen etki düzeyleri yüzde 0.03'den daha büyük değildir.

O halde TCMB için nasıl bir para politikası kuralı önermekteyiz? Buna karar vermek için öncelikle, enflasyon hedeflemesi rejimi için bulduğumuz "benchmark model"i

katsayılarına bakılması gerekmektedir. Bu yapıldığında TCMB için yol haritası kendiliğinden ortaya çıkmaktadır. Çünkü bulduğumuz formül Merkez bankası için Taylor benzeri bir para politikası kuralı önerisidir. Ancak bizim önerimiz, EHR sistemlerinde olduğu gibi enflasyon hedefini tutturmak için sadece kısa vadeli faiz oranları aracını değil, tüm mevcut para politikası araçlarını etkin şekilde kullanmayı gerektiren bir model önerisidir. Bir anlamda TCMB'nin şu anda yürütmekte olduğu ve 2008 küresel mali krizinden sonra dünyada değişen merkez bankacılığının fiyat istikrarıyla birlikte finansal istikrarı da temel amaç haline getirmesi sonucu geliştirilen alternatif para politikası yaklaşımları çerçevesinde değerlendirilebilecek bir öneridir. Bu bağlamda TCMB'nin krizden sonra uygulamaya başladığı makro finansal riskleri azaltıcı kurala dayalı mikro öngörü politikasından duruma bağlı makro öngörü politikasına (micro-prudential politikadan macro-prudential politikaya) geçiş süreci ile bulduğumuz sonuçlar paralellik arz etmektedir. Buna göre merkez bankası enflasyon hedeflerini tutturmak istiyorsa, örneğin diğer tüm değişkenler sabit olduğu varsayımına göre, beklenen enflasyon bir önceki aya göre yüksek çıkarsa bu etkiyi kompanse etmek için para politikası araçlarını döviz rezervlerini arttırmak için uygulamaya koyması gerektirmektedir. Mesela sterilizasyona gidip, Açık Piyasa İşlemleri ile iç piyasadan döviz toplayabilir. Yada büyüme ve döviz kurları dışında diğer bütün her şey sabitse-ceteris paribus-, büyüme yüzde 1 arttığında merkez bankası hedeflediği enflasyon seviyesini tutturmak için döviz kurlarını bu etkiyi kompanse edecek şekilde formülde gösterildiği kadar arttırması gerekmektedir.

## KAYNAKÇA

- Aghion, Philippe, et.al.: “Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development”, **NBER Working Papers**, 2006.
- Agung, Gusti N.: **Time Series Data Analysis Using Eviews**, John Wiley and Sons, Singapore, 2009.
- Aizenman, Joshua, Michael Hutchison ve Ian Noy: “Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets”, **World Development**, 2010.
- Aizenman, Joshua: “The Impossible Trinity (Aka The Policy Trilemma)”, **The Encyclopedia of Financial Globalisation**, 2010.
- Akat, Asaf S.: “Dalgalı Kur ve Para Politikası: Bir parasal Kural Önerisi”, Gülten Kazgan’a armağan: Cumhuriyet Dönemi Türkiye Ekonomisi, İstanbul **Bilgi Yayınları**, 2004.
- \_\_\_\_\_ : “Merkez Bankası’na Yeni Başkan”, **Vatan Gazetesi**, 18 Nisan 2011.
- Akerlof, George A. ve Robert J. Schiller: **Hayvansal Güdüler**, Çev. Neşenur Domaniç ve Levent Konyar, Scala Yayıncılık, Ocak 2010.
- Alesina, Alberto ve Lawrence. H. Summers: “Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence”, **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.25, No. 2, 1993, pp. 151-162
- Alparslan, Melike ve Pelin Ataman Erdönmez: “Enflasyon Hedeflemesi”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı.35, Aralık 2000.
- Alper, Koray ve S.Tolga Tiryaki: “Zorunlu karşılıkların Para politikasındaki Yeri”, **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı 2011-08/13, Nisan 2011.
- Altun, Gurur : “The Causes and Predictors of The 2001 Turkish Crisis”, (Institute for Graduate in the Social Sciences of Bosphorus University Yayınlanmamış Doktora Tezi), İstanbul, 2006
- Amato, Jeffrey D. ve Stefan Gerlach: “Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons After a Decade,” **European Economic Review**, Cilt: 46, No: 4-5, 2002, pp. 781–790.



- Ambler, Steve ve Emanuela Cardia: “Optimal anti-inflation programs in semi-industrialized economies: Orthodox versus heterodox policies”, **Journal of Development Economics**, Vol.38, No. 1, 2002.
- Ambler, Steve: “Price Level Targeting and Stabilization Policy: A Review”, **Bank of Canada Discussion Paper**, October 2007.
- Ammer, John ve Richard T. Freeman: “Inflation Targetting in the 1990s: The Experiences of New Zealand, Canada, and The United Kingdom”, **Board of Governors of The Federal Reserve System International Finance Discussion Papers**, No.473, 1994.
- Apak, Sudi: **Türkiye ve Gelişmekte olan Ülkelerde Ekonomik İstikrar Uygulamaları**, Anahtar Kitaplar Yayınevi, İstanbul, 1993.
- Archer, David J.: “The new Zealand Approach to Rules and Discretion in Monetary Policy”, **Journal of Monetary Economics**, No.39, 1997, pp.3-15.
- Bade, Robin ve Michael Parkin: “Central Bank Laws and Monetary Policy”, **University of Western Ontario**, October 1988.
- Bağımsız Sosyal Bilimciler-İktisat Grubu: “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Değerlendirmeler Türk Mühendis ve Mimar Odaları Birliği”, Ankara, Haziran 2001.
- Bahar, Ozan: “Türkiye’de Atatürk Dönemi’nde (1923-1938) Uygulanan Para Politikaları”, **Yönetim ve Ekonomi**, Cilt 11, Sayı 1, 2004.
- Bahçeci, Sema: “Ortodoks ve Heterodoks İstikrar Programları: Seçilmiş Ülke Deneyimleri ve Türkiye Örneği”, **DPT Uzmanlık Tezi**, No. 2477, Temmuz 1997.
- Baka, Wladyslav: “Please Respect the National Bank”, **Central Banking**, 1994-1995.
- Ball, Laurance M.: “Policy Rules For Open Economies”, **NBER Working Paper**, No. 6760, 1999, pp.127-156.
- Bank of Canada: Bank of Canada, (Çevrimiçi), <http://www.bankofcanada.ca/rates/indicators/key-variables/inflation-control-target/#targetrange>, Erişim: 27.05.2011.

- Bank of Japan: “On Price Stability”, Bank of Japan, (Çevrimiçi), <http://www.boj.or.jp/en/type/release/zuiji/kako02/data/k001013a.pdf>, s.9, Erişim: 24.02.2011.
- Barbaros, Funda ve İsmail Doğa Karatepe: “60’lı Yıllarda Türkiye’ye ‘Planlamadan’ Bakış”, **Ege Akademik Bakış / Ege Academic Review**, No.9, 2009, s. 261-289.
- Barışık, Salih: “Merkez Bankası Bağımsızlığı, Makroekonomik Etkileri ve 2001 Tarihli TCMB Kanununun Yansımaları”, **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, Cilt: 59 Sayı: 3, 2004.
- Barro, Robert J. ve David B. Gordon: ”Rules, Discretion and Reputation In A Model of Monetary Policy”, **NBER Working Paper**, No. 1079, February 1983.
- Barro, Robert: “Inflation and Economic Growth”, **NBER Working Paper**, No.5326, October 1995.
- Başçı, Erdem ve Hakan Kara: “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, **TCMB Çalışma Tebliğleri**, No.11/08, 2011.
- Başçı, Erdem: “Central Bank of The Republic of Turkey”, sunumlar, **IMF Toplantıları**, Washington, April 2011.
- \_\_\_\_\_ : “2011 Nisan enflasyon Raporu Basın Toplantısı”, Ankara, 28 Nisan 2011.
- \_\_\_\_\_ : “Para Politikaları ve Finansal İstikrar”, **Ekonomi Yaz Seminerleri 2011**, Pamukkale Üniversitesi, Denizli, 22 Temmuz 2011
- \_\_\_\_\_ : “The Turkish Experience”, **Bank of Indonesia and IMF Joint Conference on Coping with Asia’s Large Capital Inflows in a Multi-Speed Global Economy**, Bali, Indonesia, March 11 2011.
- BDDK: BDDK, Finansal Piyasalar Raporu, Sayı 22, Haziran 2011.
- Bernanke, Ben S., et.al.: **Inflation Targeting: Lessons from the International Experience**, Princeton, N. J.: Princeton University Press, 1999.
- Bernanke, Ben S. ve \_\_\_\_\_ : “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary

- Frederic S Mishkin: Policy?", **NBER Working Papers**, No.5893, 1997.
- Bernanke, Ben S. ve Michale Woodford: "Inflation Forecasts and Monetary Policy", **Money Credit and Banking**, Vol. 29, No. 4, 1997, pp.653-684.
- Berument, Hakan ve Bilin Neyaptı: "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ne Kadar Bağımsız?", Yayınlanmamış Çalışma, 2000.
- Blackburn, Keith ve Michael Christensen: "Monetary Policy And Policy Credibility: Theories And Evidence", **Journal of Economic Literature**, Vol. 27, No. 1, 1989, pp. 1-45.
- Blanchard, Olivier J: "Monetary Policy and Unemployment", **Monetary Policy and Labour Market Conference**, New School, 2002.
- Blanchard, Olivier J. ve Jose Vinals: "Joint Foreword to World Economic Outlook and Global Financial Stability Report", in **World Economic Outlook** April 2010, IMF, 2010.
- Blanchard, Olivier J. ve Stanley Fischer: **Lectures on Macroeconomics**, MIT Press, 1989.
- Boratav, Korkut: "2000–2001 Krizinde Sermaye Hareketleri". **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt.16, Sayı.186, 2001.
- Borio, Claudio: "Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters", **BIS Working Papers**, No.353, 2011.
- \_\_\_\_\_ : "Implementing A Macroprudential Framework: Blending Boldness and Realism", Research Conference on Financial Stability: Towards A Macroprudential Approach, **Honk Kong SAR**, 5-6 July 2010, (Çevrimiçi), <http://www.bis.org/repofficepubl/hkimr201007.12c.htm>, Erişim: 12.11.2011.
- Branson, William H.,: "Stabilization, Stagflation, and Investment Incentives: The Case of Kenya, 1979-1980", **NBER Working Papers**, in book **Economic Adjustment and Exchange Rates in Developing Countries**, editor: Sebastian Edwards and Liaquat Ahamed, eds., University of Chicago Press, 1986, pp. 267 – 294.
- Bronk, Richard: **Romantik Ekonomist**, Çev. Dilek Berilgen Cenkçiler, Efil Yayınevi, 2010.

- Bruno, Michael ve William Easterly: "Inflation Crises and Long-Run Growth", **Policy Research Working Paper**, No.1517, 1995.
- Calvo, Guillermo ve Frederic S. Mishkin: "The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries," **The Journal of Economic Perspectives**, Vol. 17, No. 4, 2003, pp. 99-118.
- Carare, Alina, et.al.: "Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting", **IMF Working Paper**, Vol.02, No.102, 2002.
- Carare, Alina ve Mark R. Stone: "Inflation Targeting Regimes", , **European Economic Review** , No.50, 2006, pp. 1297–1315.
- Carneiro, Dionísio D.: "Inflation Targeting in Brazil: What Difference does a Year Make?", **Texto Para Discussão**, No.429, Ağustos 2000.
- Castelnumovo, E., S.Nicoletti Altimari ve D.Rodriguez Palenzuela: "Definition of Price Stability, Range and Point Inflation Targets: The Anchoring of Long-Term Inflation Expectations", **European Central Bank Working Paper**, No.273, 2003.
- Cebeci, İpek: "Küreselleşme Sürecinde Arz Şokları ve Makro ekonomik Etkileri", (İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi), İstanbul, 2010.
- Cicioğlu, Şükrü: "Fiyat İstikrarının Sağlanmasına Yönelik Alternatif Bir Para Politikası Stratejisi: Enflasyon Hedeflemesi", **TUHİS**, Şubat-Mayıs 2006, s. 35-48
- Clarida, R., J. Gali ve M. Gertler: "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. **Journal of Economic Literature** Vol. 37, 1999, pp.1661–1707.
- Croce, Enzo ve Mohsin S. Khan: "Monetary Regimes and Inflation Targeting," **Finance and Development**, Cilt. 37, No. 3, 2000.
- Cukierman, Alex, Steven B. Webb ve Bilin Neyapti: "Measuring the Independence of Central Banks and It's Effect on Policy Outcomes", **The World Bank Economic Review**, Vol: 6, No: 3, 1992, pp.353-398.
- Cukierman, Alex: "Central Bank Behavior and Credibility Some Recent Theoretical Developments", **Federal Reserve Bank of**

**St. Louis Review**, 1986.

- \_\_\_\_\_ : “Central Bank Independence and Monetary Control”, **Economic Journal**, Cilt. 40, No. 1427, 1994, pp. 1437-1448.
- \_\_\_\_\_ : **Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence**, Cambridge: The MIT Press, 1994.
- Çağlar, Ünal: **Döviz Kurları Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar**, Alfa Yayınları, 2003.
- Çolak, Ömer F.: **Şeytanın Oku Dediği Yazılar**, Efil Yayınevi, 2010.
- Çolakoğlu, Bayram: “Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş Bağlamında TC Merkez Bankası Bağımsızlığının Fonksiyonelliği”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, No. 2, 2002, s. 17-31.
- Debelle, Guy ve Stanley Fischer: "How Independent Should a Central Bank Be?", **Working Papers in Applied Economic Theory**, Federal Reserve Bank of San Francisco, 1994.
- Debelle, Guy: “Inflation Targeting in Practice,” **Occasional Papers**, No 23, The South East Asian Central Banks Research and Training Centre Kuala Lumpur, Malaysia, 1997.
- Dodge, David: “Inflation Targeting in Canada: Experience and Lessons”, **Economics and Finance**, No.13, 2002, pp.113-124.
- Doğruel, Fatma ve A. Suut Doğruel: **Türkiye’de Enflasyonun Tarihi**, TCMB ve Tarih Vakfı Ortak Yayını, İstanbul, 2005.
- Dornbusch, Rudiger ve Sebastian Edwards: “Exchange Rate Policy And Trade Strategy,” in **The Chilean Economy: Policy Lessons, Developing Country Debt and Economic Performance**, Vol. 2, University of Chicago Press, 1990.
- Dornbusch, Rudiger ve Mario H.Simonsen: "Inflation Stabilization with Incomes Policy Support: A Review of the Experience in Argentina, Brazil and Israel," **NBER Working Papers**, No.2153, 1987.
- DPT: “Sekizinci Beş yıllık Kalkınma Planı”, Küreselleşme Özel İhtisas Komisyonu Raporu, DPT, Ankara, 2000.

- Dufour, Mathieu ve Özgür Orhangazi: “The 2000-2001 Financial Crisis in Turkey: A Crisis for Whom?”, **Review of Political Economy**, , Vol. 21, No.1, 2009, pp.101-122.
- Edwards, Sebastian: “Stabilization with Liberalization: An Evaluation of Ten Years of Chile's Experiment with Free-Market Policies, 1973-1983”, **Economic Development and Cultural Change**, Vol. 33, No. 2, 1985, pp. 223-254.
- \_\_\_\_\_ : “Exchange Rates as Nominal Anchors”, **Weltwirtschaftliches Archiv**, No. 129, 1993.
- \_\_\_\_\_ : “The Political Economy Of İnflation And Stabilization İn Developing Countires”, **Economic Development And Culture Change**, Vo.42, No.2, 1994.
- \_\_\_\_\_ : ”The Relationship Between Exchange Rates and İnflation Targeting Revisited,” **NBER Working Paper**, No:12163, 2006.
- Eğilmez, Mahfi: **Küresel Finans Krizi**, 2. Basım, Remzi Kitabevi, 2010.
- \_\_\_\_\_ : **Makro Ekonomi Türkiye’den Örneklerle**, 2.Basım, Remzi Kitabevi, 2010.
- Eijffinger, Sylvester ve Eric Schaling: “The Ultimate Determinants of Central Bank Independence”, Center Conference ‘**Positive Political Economy: Theory and Evidence**’, January 23-24, Tilburg, 1995.
- Ekonomi Yaz Seminerleri: Ekonomi Yaz Seminerleri Yayınlanmamış Ders Notları, Pamukkale Üniversitesi, Denizli, 2011
- Eldem, Edhem ve Ayşe Berktaş: **Osmanlı Bankası Tarihi**, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, 2000.
- Emil, Ferhat ve Defne Ata: “Para Politikaları Uygulamaları Açısından Merkez Bankası Bilançosu”, **Hazine Dergisi**, Sayı 9, 1998.
- Emir, Olcay Y., Almıla Karasoy ve Kürşat Kunter: “ Monetary Policy Reaction Function in Turkey”, **TCMB Tartışma Tebliği**, 2000.
- Erçel, Gazi: “1998 Yılı Para Politikası Uygulaması: Basın Toplantısı”, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**, Ankara, 8 Ocak 1998.

- \_\_\_\_\_ : “Bulgaristan Merkez Bankası’nın 120. Kuruluş Yıldönümü Münasebetiyle Yapılan Konuşma”, TCMB Konuşmalar, Sofya, 26 Ocak 1999, (Çevrimiçi), <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/1999/bulgmb1.html>, Erişim: 23.11.2011.
- \_\_\_\_\_ : “Disinflation Program for the Year 2000: Implementation of Exchange Rate and Monetary Policy”, **TCMB**, 1999.
- \_\_\_\_\_ : “Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri”, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi, Ankara, 14 Kasım 1996, (Çevrimiçi): <http://www.fiyatlari.org/news/Turkiyede-Para-Politikasi-uygulamaları-ve-Etkileri-n1.html>, Erişim: 21.04.2011
- Erkal, Mustafa: **Sosyoloji**, Der Yayınları, 14. Baskı, İstanbul, 2009.
- Eroğlu, İlhan: “Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ve Türkiye Uygulamasının Performans Analizi”, (Marmara üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi) İstanbul 2009.
- Eroğlu, Nadir ve Anar Abdullaev: “CWN Bağımsızlık Ölçütlerinin TCMB’ye Uygulanması”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, No.6 (1), 2005, s.79-97.
- Eroğlu, Nadir: “Atatürk Dönemi İktisat Politikaları (1923-1938)”, **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt XXIII, Sayı.2, 2007, s.63-72.
- \_\_\_\_\_ : “The Effects of Financial Globalization on Economic Policies”, **International Research Journal of Finance and Economics**, ISSN 1450-2887 No. 47, 2010, s.90-95.
- \_\_\_\_\_ : “Türkiye’de 1990’lı ve 2000’li Yıllarda Para Politikaları”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F.Dergisi**, cilt.26, sayı. 1, 2009, s. 23-42.
- \_\_\_\_\_ : “Türkiye’de İktisat Politikalarının Gelişimi (1923-2003)”, **80. Yılında Türkiye Cumhuriyeti Sempozyumu**, 29-31 Ekim 2003, İstanbul.
- \_\_\_\_\_ : **İktisatta Rasyonalite ve Para Politikası**, Derin

Yayınları, İstanbul 2011.

- \_\_\_\_\_: **Türkiye’de Parasal Kesim ve Merkez Bankası İşlemlerinin Analizi**, Der Yayınları, 2008.
- Eroğlu, Ömer ve Halil Altıntaş: “Merkez Bankasının Bağımsızlığı Sorunu: Enflasyon ve Ekonomik Performans Üzerine Bir Değerlendirme”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, C:12, S.135, Haziran 1997.
- Erol, Ezgi: “Enflasyon Hedeflemesi: Türkiye Deneyimi”, (Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi), İzmir, 2008.
- Ersel, Hasan ve Fatih Özatay: “Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Turkey”, **Emerging Markets Finance & Trade**, November–December 2008, Vol. 44, No. 6, pp. 38–51.
- Ersel, Hasan ve Lerzan İskenderoğlu: “Monetary Programming in Turkey”, **TCMB Tartışma Tebliği**, No.9006, 1990.
- Ertuğ, Dilara: “Türkiye İçin Faiz Oranı Reaksiyon Fonksiyonu ve Taylor Kuralı: Eşbütünleşme Yaklaşımı”, (Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi), Ankara, 2007.
- Eser, Kadir: “1994 Finans Krizi ve Finans kesiminde reform Arayışları”, **İşletme ve Finans**, sayı:14, 1995, s.50-55.
- Fanelli, Jose M., Roberto Frenkel ve Guillermo Rozenwurcel: “Growth and Structural Reform in Latin America Where We Stand”, **Documento CEDES/57**, Buenos Aires 1990, pp.75-90
- Faust, John ve Lars E.O. Svensson: “Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goals”, **NBER Working Paper Series** No.6452, 2000.
- Fernandez, Roque B.: “The Expectations Management Approach to Stabilization in Argentina During 1976–1982”, **World Development**, Vol.13, No. 8, 1985, pp. 871-892.
- Financial Times: **Financial Times**, (Çevrimiçi), <http://www.ft.com/home/europe>, Erişim: 24.01.2010
- Fischer, Andreas M. ve Adrian B.Orr: “Monetary Policy Credibility and Price Uncertainty: The New Zealand Experience of Inflation Targeting”, **OECD Economic Studies**, No.22, 1994, pp.155-179.



- Fischer, Stanley: "Rules Versus Discretion in monetary Policy", **NBER Working Paper Series**, No.2518, 1988.
- \_\_\_\_\_ : "Maintaining Price Stability", **Finance and Development**, December 1996, pp.34-37.
- \_\_\_\_\_ : "The Financial Cirises in Emerging Markets: Lessons for Eastern Europe and Asia," First Deputy Managing Director of the International Monetary Fund at the Eastwest, Institute, New York,1999.
- Flodd, Robert ve Peterd Isard: "Monetary Policy Strategies", **NBER Working Paper Series**, No.2770, 1988.
- Frankel, Jeffrey A., Sergio L. Schmukler ve Luis Servén: "Global Transmission of Interest Rates: Monetary Independence and Currency Regime", **Working Paper**, No.8828, March 2002.
- Frankel, Jeffrey A.: "What's In and Out in Global Money, **Finance and Development**, Volume 56, No 3, 2009.
- Friedman, Benjamin ve Kenneth N. Kuttner: "A Price Target for U.S. Monetary Policy? Lessons From The Experience with Money Growth Targets," **Brookings Papers on Economic Activity**, Vol. 1996, No.1, 1996, pp. 77-146
- Friedman, Milton : "The Role of Monetary Policy", **American Economic Review**, Vol.58, No.1, 1968, pp.1-17.
- \_\_\_\_\_ : **A Monetary History of the United States, 1867 – 1960**, Princeton University Press, 1963.
- \_\_\_\_\_ : **Studies in the Quantity Theory of Money**, University of Chicago Press, 1956.
- \_\_\_\_\_ : **The Optimum Quantity of Money**, 4th Ed., Transaction Publishers, New Brunswick, New Jersey, 2009.
- Fry, Maxwell J.: "Assessing Central Bank Independence: Do Actions Speak Louder than Words?" **Oxford Economic Papers**, Vol.50, No.3, 1998, pp.512-529.
- \_\_\_\_\_ : **Emancipating the Banking System and Developing Markets for Government Debt**, Routledge Publisher, London, 1997.

- Goldfajn, Ilan ve Rodrigo O. Valdes: "Capital Flows and the Twin Crises: The Role of Liquidity", **IMF Working Paper**, No. 87, 1997.
- Goldstein, Morris ve Philip Turner: "Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options", **BIS Economic Paper**, No.46, October 1996.
- Goodfriend, Marvin ve Robert G.King: "The Case for Price Stability", **Working Paper**, No.8423, 2001.
- Goodhart, Charles A.E.: "The Changing Role of Central Banks", **BIS Working Papers**, No.326, 2010, pp.1-35.
- Gökbudak, Nuran: "Central Bank Independence, The Bundesbank Experience and the Central Bank of the Republic of Turkey" **Discussion Paper**, No. 9610, 1996.
- Gökçe, Deniz: "Merkez Bankamız İyi Yönetiliyor, **Akşam Gazetesi**, 30 Kasım 2011.
- Gray, Simon: "Central Bank Balances and Reserve Requirements." **IMF Working Paper**, No. 36, 2011.
- Greenspan, Alan: "Opening Remarks: Achieving Price Stability", at a Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 1996.
- Grilli, Masciandaro ve G. Tabellini: "Political and Monetary Institution and Public Financial Policies in Industrial Countries", **Economic Policy**, Vol. 6, No. 13, 1991, pp.198–210.
- Gül,Ekrem, Aykut Ekin ve Arif A. Gürbüz: **Enflasyonla Mücadelede Enflasyon Hedeflemesi**, Ekin Yayınları, Bursa, 2006.
- Güneş, Sevcen: "IMF Anlaşmaları'nın İstikrar Programlarının Güvenilirliğini Artırmadaki Rolü: Türkiye Örneği" (Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Ekonomi Bölümü İktisat Anabilim Dalı), Aydın, 2008.
- Günsoy, Bülent: "Hukuksal Yapı ve İktisadi Başarı : TCMB Örneği", **İ.Ü.Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi** No: 23-24, Ekim 2000-Mart 2001, (Çevrimiçi), <http://www.istanbul.edu.tr/siyasal/dergi/sayi23-24/13.htm>., Erişim: 23.04.2011
- Gür, Ekin T.: "Kredi Kanalı'nın Etkin Çalışması ve Türkiye

- Uygulaması”, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, **TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü**, Ankara, 2003.
- Gürsel, Seyfettin: “Aşırı Tepki”, **Radikal Gazetesi**, 31 Mart 2011.
- Haan, D.Jkob ve Zelhorst, D.: "The Impact Government Deficits on Money Growth in Developing Countries", **Journal of International Money and Finance**, No. 9, 1990, pp.455-469.
- Haldane, Andrew G.: “Defining Inflation Target”, in The Monetary Policy and Inflation Targeting, Editor: Philip Lowe, **Economic Group Reserve Bank of Australia**, 1997, pp.74-112
- Hazine Müsteşarlığı: (çevrimiçi),<http://www.hazine.gov.tr/irj/portal/anonymous>, Erişim: 05.06.2011.
- Heenan, Goffrey, Marcel Peter ve Scott Roger: “Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communications”, **IMF Working Paper**, No.278, 2006.
- Helleiner, Eric: “Historicizing Territorial Currencies: Monetary Space And The Nation-State In North America”, **Political Geograph**, No. 1, 1999, pp.309-339.
- Huang, Tian: “Effects of Central Bank Independence Reforms on Inflation in Different Parts of the World”, **Högskolan Dalarna**, 2011.
- Huanga, Kevin X.D. ve Zheng Liu: ”Inflation Targeting: What Inflation Rate To Target”, **Journal of Monetary Economics**, No.52, 2005, pp.1435–1462.
- IMF: “Does Inflation Targeting Work in Emerging Countries”, **World Economic Outlook**, Chapter 4, pp.182-185.
- Issing, Otmar: ”The European Central Bank at the Eve of EMU”, **Speech in London**, 1998.
- Danielsson, Jon: “The First Causality of the Crisis: Iceland”, in **The first Global Financial Crisis of the 12st Century**, Edited by: Andrew Felton and Carmen M. Reinhart, Part II, Jun-December 2008.
- Kadioğlu, Ferya, Nilüfer Özdemir ve Gökhan **TCMB Tartışma Tebliği**, 2000.

- Yılmaz:  
Kadyrova, Susanna: “Türk Merkez Bankası Bağımsızlığı ve Makroekonomik Performans Arasındaki İlişki”, (İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi), İstanbul, 2009
- Kahneman, Daniel ve Amos Tversky: “Prospect Theory: An analysis of Decision Under Risk”, **Econometrica**, vol.47, No.2, 1979, pp. 263-291.
- Kaminsky, Graciela L. ve Carmen M. Reinhart: “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-Of-Payments Problems”, **The American Economic Review**, Vol. 89, No. 3, 1999, pp. 473-500.
- Kaminsky, Graciela L.: “Varieties of Currencies Crisis“, **NBER Working Paper**, No.10193, 2003.
- Kandiller, Rıza: “1990’lı yıllarda İzlenen Para Politikaları ve Değerlendirilmesi”, **Hazine Dergisi**, Sayı 7, Temmuz 1997.
- Kara, A.Hakan ve Musa Orak: “Enflasyon Hedeflemesi”, Ekonomik Tartışmalar Konferansı, Emin Öztürk’ün Anısına, Ekim 2008.
- Karabulut, Gökhan: **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, Der Yayınları, İstanbul, 2002.
- Karasoy, Almila, Mesut Saygılı ve Cihan Yalçın: “Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası ve Bazı Ülke Deneyimleri”, **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği**, Ankara, No. 9801, Mart 1998.
- Karasoy, Almila: “Stabilizasyon, Nominal Çapa Olarak Alınabilecek Göstergeler ve Ülke Deneyimleri”, **TCMB Araştırma Tebliği**, No.9623, 1996.
- Karluk, Rıdvan: **Türkiye Ekonomisi Tarihsel Gelişim Yapısal ve Sosyal Değişim**, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, 1996.
- Kaya, Zekâyi: “**Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Bağımsızlığı ve Enflasyon İlişkisi**”, (Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı İktisat Politikası Bilim Dalı Yayınlanmamış Doktora Tezi) İstanbul, 2007
- Kamin, B. S., W. J. “The Contribution of Domestic and External Factors

- Schindler ve L. S. Samuel: to Emerging Market Devaluation Crises: An Early Warning Systems Approach”, **Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers**, No:711, 2011.
- Kaygusuz, Murat: "Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliği", Econturk Online, 2004.”, s.13, (Çevrimiçi), <http://www.econturk.org/Turkiye2004.html>, Erişim. 20.09.2011
- \_\_\_\_\_ : “Merkez Bankasının Bağımsızlığı ve Enflasyon Arasındaki İlişki”,(Çevrimiçi), <http://kaykusuz.tripod.com/id44.html>., Erişim: 23.04.2011.
- Kazgan, Gülten: **Tanzimat’tan 21.Yüzyıla Türkiye Ekonomisi**, Bilgi Üniversitesi Yayınları, 4. Baskı, İstanbul, 2009.
- Kepenek, Yakup ve Nurhan Yentürk: **Türkiye Ekonomisi**, 22. Basım, Remzi Kitabevi, İstanbul, 2009.
- Kesriyeli, Mehtap: “1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri”, **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü**, No:4, 1997.
- Keynes, John Maynard: **Genel Teori, İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi**, Çev. Uğur Selçuk Akalın, Kalkedon Yayınları, İstanbul, 2008.
- Keynes, John Maynard: **The General Theory of Employment, Interest and Money**, Atlantic Publishers, 2008.
- Kibritçioğlu, Aykut: “Effects of Global Financial Crisis on Turkey”, **MPRA Paper**, No. 29470, Mart 2011.
- Kiguel, Miguel A. ve Nissan Liviatan: “The Business Cycle Associated with Exchange Rate-Based Stabilization”, **Worldbank Working Papers**, No.513, 1990,
- Kocherlakota, Narayana: Central Bank Independence and Sovereign Default”, **Wharton Conference**, Philadelphia Pennsylvania, April 1, 2011.
- Koivu, Tuuli, Aaron Mehrotra ve Riikka Nuutilainen: “Mccallum Rule And Chinese Monetary Policy”, **BOFIT Discussion Papers**, 2008.

- Krueger, Anne O.: "IMF Stabilization Programs", **NBER Working Papers**, volume title: Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies, volume editor: Martin Feldstein, 2003, pp.297- 346.
- Kruger, M., P. N. Osakwe ve J. Page: "Fundamentals, Contagion and Currency Crises: An Empirical Analysis", **Bank of Canada Working Papers**, No:10, 1998.
- Krugman, Paul: "A Model of Balance-of-Payments Crises", **Journal of Money, Credit, and Banking**, Vol.11, No.3, 1979, pp.311-325.
- \_\_\_\_\_ : **The Return of Depression Economics**, W. W. Norton & Company New York London, 2008.
- Kumcu, Ercan: "9 Ayda Etki Yapmayan Politika Politika Olamaz", **Habertürk**, 18 Mayıs 201
- \_\_\_\_\_ : "Ekonomi Politikalarının Zaman İhtiyacı", **Habertürk**, 17 Nisan 2011.
- \_\_\_\_\_ : "Enflasyon hedeflemesi İtibar Kaybediyor", **Habertürk**, 23 Mayıs 2011.
- \_\_\_\_\_ : "Para Otoritesi ve Para Politikasından Beklenenler", **Habertürk Gazetesi**, 28 Nisan 2011.
- \_\_\_\_\_ : **İstikrar Arayışları**, Güncelleştirilmiş 2.Basım, Doğan Kitap İstanbul, 2002.
- Kydland, Finn E. ve Edward C. Prescott: "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", **The Journal of Political Economy**, Vol. 85, No.3, 1977, pp. 473-492
- Laban, Raul ve Felipe Larrain B.: "The Chilean with Capital Mobility", in **The Chilean Economy: Policy Lessons, Developing Country Debt and Economic Performance**, Vol. 2 University of Chicago Press, 1990.
- Lim, C., et.al.: "Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences", **IMF Working Paper**, No.238, 2011.
- Loayza, Norman ve Raimundo Soto: "Inflation Targeting: An Overview", **Central Bank of Chile**, 2002.

- Malatyalı, N. Kamuran: “Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, **DPT Çalışma Raporları**, No.1, 1998.
- Masson, Paul R., Miguel A. Savastano ve Sunil Sharma: “The Scope for Inflation Targeting In Developing Countries,” **IMF Working Paper**, No.130, 1997.
- Mauro, Andrew B.E.B.P.: “An Evaluation of Monetary Regime Options for Latin America”, **Central Bank of Chile Working Papers**, 2002.
- Maxfield, Sylvia: **Gatekeepers of Growth: The International Political Economy of Central Banking in Developing Countries**, Princeton University Press, 1997.
- McCallum, Bennett T.: “Inflation: Theory and Evidence,” in B. Friedman and F. Hahn (eds.), **Handbook of Monetary Economics**, Vol. II, Amsterdam: North-Holland, 1990, pp. 963–1012.
- \_\_\_\_\_ : “Robustness Properties of a Rule for Monetary Policy”, **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy** No.29, 1988, pp.173–203.
- Melo, Jaime D. ve Sumana Dhar: ”Lessons of Trade Liberalization in Latin America for Economies in Transition”, **The Worldbank Working Papers**, No.1040, 1992.
- Minsky, Hyman P.: **John Maynard Keynes**, McGraw-Hill, 2008.
- Mishkin, Frederic S. ve Adam Posen: “Inflation Targeting: Lessons From Four Countries,” **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review**, Cilt: 3, No.3, 1997.
- Mishkin, Frederic S.: “Issues in Inflation Targeting,” **National Bureau of Economic Research**, June 2000.
- \_\_\_\_\_ : ”Inflation Targeting,” **National Bureau of Economic Research**, 2000.
- \_\_\_\_\_ : “Inflation Targeting: Lessons From The International Experience”, t.y.,(çevrimiçi),[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/research/seminars\\_workshops/2002/2002\\_04-05\\_Mishkin.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/research/seminars_workshops/2002/2002_04-05_Mishkin.pdf),Erişim: 12.12.2011
- \_\_\_\_\_ : “International Experiences With Different Monetary

- Policy Regimes”, **Seminar Paper** No. 648, 1998.
- \_\_\_\_\_ : ”Strategies for Controlling Inflation”, **Economic Group of Reserve Bank of Australia**, Kirribilli, 1997.
- \_\_\_\_\_ : “What Should Central Banks Do? “ in **Monetary Policy Strategy**, MIT Press, 2007.
- Mishkin, Frederic S.ve Miguel A. Savastano: “Monetary Policy Strategies for Latin America,” **Journal of Development Economics**, 2001.
- Montiel, Peter ve Jonathan Ostry: “Targeting The Real Exchange Rate in Developing Countries”, **Finance and Development**, vol.30, No.1, 1993.
- Nazmi, Nader: “Exchange Rate-Based Stabilization in Latin America”, **World Development**, Vol. 25, No. 4, 1997, pp. 519-535.
- Nicholl, Peter ve David J. Archer: "An Announced Downward Path for Inflation." In Richard O'Brien, Ed., **Finance And The International Economy**, No. 6, Oxford University Press., 1992.
- Niggle, Christopher J.: “The Endogenous Money Supply Theory: An Institutional Appraisal”, **Journal of Economic Issues**, vol.25, No.1, 1991, pp.137-153.
- Nistor, Loan ve Maria Ulici: “Banking Crisis Case of US Banks Versus UK Banks”, **Finance-Challenges of the Future**, No.11, 2010, pp.26-34.
- Niyet Mektubu: IMF’ye Mayıs 2001’de Yazılan Niyet Mektubu, (Çevrimiçi),[www.belgenet.com/eko/mektup\\_030501.html](http://www.belgenet.com/eko/mektup_030501.html), Erişim: 24.06.2011.
- \_\_\_\_\_ : IMF’ye Temmuz 2001’de Yazılan Ek Niyet Mektubu, (Çevrimiçi),[www.tcmb.gov.tr/yeni/niyet/nmt030801.htm](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/niyet/nmt030801.htm), Erişim: 22.10.2011.
- \_\_\_\_\_ : 9 Aralık 1999 Tarihinde IMF’ye Verilen Niyet Mektubu, (Çevrimiçi), <http://www.belgenet.com/eko/mektup.html>, Erişim: 07.12.2011
- Obstfeld, Maurice: “Can We Sterilize? Theory and Evidence”, **NBER**



**Working Paper**, No.833, 1982.

- Oktar, Suat: **Enflasyon Hedeflemesi**, Bilim Teknik Yayınevi, 1998.
- \_\_\_\_\_ : **Merkez Bankasının Bağımsızlığı**, Birinci Baskı, İstanbul: Bilim Teknik Yayınları, Ekim 1996.
- Oktaylar, Hasan Can: **KPSS A İktisat**, Yargı Yayınları, 2010
- Onaran, Zahide A.: “Para Politikasına Yeni bir Bakış: Merkez Bankası Bağımsızlığı”, (İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi), İstanbul, 1995.
- Özatay, Fatih: “Merkez Bankasının Faiz Aracı Etkisizleştiriyor mu?”, **Radikal Gazetesi**, 7 Eylül 2011
- \_\_\_\_\_ : "Nasıl Oluyor da Oluyor Finansal Krizler-1, **Dünya Gazetesi**, 3 Ağustos 2011
- \_\_\_\_\_ : “A Quarterly Macroeconometric Model for A Highly Inflationary and Indebted Country: Turkey”, **Economic Modelling**, No.17, 2000, pp. 1-11.
- \_\_\_\_\_ : “BDDK ile Merkez Bankası Birleşsin mi?”, **Radikal Gazetesi**, 12 Eylül 2011
- \_\_\_\_\_ : “Nasıl Oluyor da Oluyor Finansal Krizler (1)”, **Dünya Gazetesi**, 24 Ağustos 2011.
- \_\_\_\_\_ : “Nasıl Oluyor da Oluyor? Para Politikası (2)”, **Dünya Gazetesi**, 4 Mayıs 2011
- \_\_\_\_\_ : “Nasıl Oluyor da Oluyor? Para Politikası (3)”, **Dünya Gazetesi**, 11 Mayıs 2011
- \_\_\_\_\_ : “Nasıl Oluyor da Oluyor? Para Politikası (4)”, **Dünya Gazetesi**, 23 Mayıs 2011
- \_\_\_\_\_ : “Örtük Hedefleme Nasıl Doğdu”, **Radikal Gazetesi**, 12 Haziran 2006.
- \_\_\_\_\_ : “Public Sector Price Controls and Electoral Cycles”, TCMB Araştırma Tebliği, No. 09, 2005.
- \_\_\_\_\_ : **Finansal Krizler ve Türkiye**, 2.Baskı, Doğan Kitap, İstanbul, 2010.

- \_\_\_\_\_ : **Parasal İktisat Kuram ve Politika**, Efil Yayınevi, Ankara, 2011.
- \_\_\_\_\_ : “Bir O, Bir Bu”, **Radikal Gazetesi**, 01 Ekim 2011
- Özdemir, K.Azim ve Mesut Saygılı: “Monetary pressures an Inflation Dynamic in Turkey: Evidence from P-Star Model” **TCMB Çalışma Tebliği**, No.08, 2008.
- Özer, Mustafa: **Türkiye Ekonomisi**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Ekim 2004.
- Öztürk, Serdar: “Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, Basılmamış Eser, t.y.
- Parasız, İlker: **İktisada Giriş**, 8. Baskı, Ezgi Kitabevi, 2006.
- \_\_\_\_\_ : **Para Politikası**, 6.baskı, Ezgi Kitabevi, 2003.
- \_\_\_\_\_ : **Türkiye Ekonomisi-1923’den Günümüze İktisat ve İstikrar Politikaları**, Ezgi Kitabevi, 2003.
- Paya, Merih: **Para Teorisi ve Para Politikası**, Filiz Kitabevi, 2.Baskı, İstanbul, 1998.
- Protopapadakis, A.A. ve J.J. Siegel: ”Money Growth and Inflation Related to Government Deficits? Evidence from Ten Industrialized Economies”, **Journal of International Money and Finance**, 1987, pp. 31—48.
- Quinn, Stephen ve William Roberds: "An Economic Explanation of the Early Bank of Amsterdam, Debasement, Bills of Exchange, and the Emergence of the First Central Bank", **Federal Reserve Bank of Atlanta FRB of Atlanta Working Paper** No. 13, 2006.
- Ramos, Joseph R.: **Neoconservative Economics in the Southern Cone of Latin America 1973-1983**, The Johns Hopkins University Press, 1986.
- Reinhart, Carmen M. ve Kenneth S. Rogoff: **This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly**, Princeton University Press, 2009.
- Rodriguez, Carlos A: “The Argentine Stabilization Plan of December 20th,” **World Development**, Vol.10, No.9, 1982, pp.801-811

- Rogoff, Kenneth: "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target", **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 100, No. 4, 1985, pp. 1169-1189.
- Romer, David: **Advanced Macroeconomics**, Third Edition, The McGraw-Hill, 2006.
- Rose, Andrew K.: "A Stable International Monetary System Emerges: Inflation Targeting is Bretton Woods, Reversed", **Journal of International Money and Finance**, Vol.26, No.5, 2007, pp. 663-681.
- Sachs, Jeffrey, Aaron Tornell ve Andres Velasco: "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons From 1995", **NBER Working Paper**, No. 5576, 1996.
- Saleem, Nadia: "Adopting Inflation Targeting in Pakistan: An Empirical Analysis", **The Lahore Journal of Economics**, No. 15:2, 2010, pp.51-76.
- Santoni, G.J.: "A private Central Bank; Some Oldes English Lessons", **Federal Reserve Bank of St.Louis Review**, 1984.
- Saracoğlu, Rüşdü: "1990 Yilina Girerken Türk Ekonomisi", TCMB, 1990,(Çevrimiçi),<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/ya-yin/paraprog/turkekonomisi.html>, Erişim: 23.05.2011
- \_\_\_\_\_ : "Türkiye’de Merkez Bankacılığı", **İşletme ve Finans Dergisi**, Ağustos 1993
- Sargent, Thomas ve Neil Wallace: "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic." **Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review**, Fall, 3:3, 1981.
- Schaechter, Andrea, Mark Stone ve Mark Zelmer: "Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries", **IMF Occasional Paper**, No. 202, 2000.
- Serdengeçti, Süreyya: "Merkez Bankası Bağımsızlığı", **Finansal Politik Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Yıl:3, S:477, Aralık 2003.
- \_\_\_\_\_ : "Fiyat İstikrarı," Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Başkanın Konuşmaları**, SBF Konferansı, Ankara, 28 Kasım 2002.

- \_\_\_\_\_ : “Merkez Bankası Bağımsızlığı”, 2005, (Çevrimiçi), [http:// www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr), Erişim: 12.06.2011.
- Sevüktekin, Mustafa ve Mehmet Nargeleçekenler: **Ekonometrik Zaman Serilerinin Analizi**, Geliştirilmiş 2.Baskı, Nobel Yayınevi, Ankara, 2007.
- Seyfettin Gürsel: “Yeni Klasik İktisadın Sorumluluğu”, **Referans Gazetesi**, 20 Kasım 2008.
- Sikken, Bernd Jan ve Jakob De Haan: “Budget Deficits, Monetization, and Centralbank Independence In Developing Countries “, **Oxford Economic Papers**, No. 50, 1998,pp.493-511
- Süslü, Bora ve Selahattin Bekmez: ”Türkiye’de Zaman tutarsızlığının ARDL Yöntemi ile incelenmesi”, **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar**, Cilt:4, Sayı:2, 2010, s.85-110.
- Svensson, Lars E.O.: “Price-Level Targeting Versus Inflation Targeting: A Free Lunch?”, **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.31, 1999, pp.277–295.
- \_\_\_\_\_ : “Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule”, **Journal of Monetary Economics**, 1999.
- \_\_\_\_\_ : “How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability?”, **NBER Working Paper**, No.7516, 1999.
- Şahin, Baran: “Alternatif Bir Para Otoritesi Olarak Para Kurulu Dünya Örnekleri ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”,(Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Diyarbakır, 2007.
- Tanzi, Vito: “Globalization and the Work of Fiscal Termites”, **A Quarterly Magazine of The IMF**, 2001.
- Taylor, John B.: “Discretion Versus Policy Rules in Practice” **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, No.39, 1993, pp.195-214.
- TCMB TCMB, (Çevrimiçi), <http://www.tcmb.gov.tr>, Erişim: 09.03.2011.
- \_\_\_\_\_ : TCMB Enflasyon Raporu –I, 2006
- \_\_\_\_\_ : “2002 Yılında Para ve Kur Politikaları ve Muhtemel

|        |                                                                  |
|--------|------------------------------------------------------------------|
|        | Gelişmeler”, Basın Duyurusu, 2 Ocak 2002.                        |
| _____: | “Enflasyon Hedeflemesi Rejimi”, 2006                             |
| _____: | “2005 Yılında Para ve Kur Politikaları”                          |
| _____: | “2011 Ocak Enflasyon Raporu Basın Toplantısı”                    |
| _____: | “2011 Yılında Para ve Kur Politikaları”, Ankara, 21 Aralık 2010. |
| _____: | Bülten, Sayı 1, Mart 2006.                                       |
| _____: | Enflasyon Rapor –IV, 2010                                        |
| _____: | Enflasyon Raporu –III, 2010                                      |
| _____: | Enflasyon Raporu –IV, 2007                                       |
| _____: | Finansal İstikrar Raporu-I, 2006                                 |
| _____: | Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2011.                            |
| _____: | Finansal İstikrar Raporu, Aralık 2010.                           |
| _____: | Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2008.                            |
| _____: | Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2009.                            |
| _____: | Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2010                             |
| _____: | Yıllık Rapor 2000                                                |
| _____: | Yıllık Rapor 2001                                                |
| _____: | Yıllık Rapor 1992                                                |
| _____: | Yıllık Rapor 1996                                                |
| _____: | Yıllık Rapor 1997                                                |
| _____: | Yıllık Rapor 1999                                                |
| _____: | Yıllık Rapor 2000                                                |
| _____: | Yıllık Rapor 2001                                                |

- \_\_\_\_\_ : Yıllık Rapor 2004.
- \_\_\_\_\_ : Yıllık Rapor 2005.
- \_\_\_\_\_ : Yıllık Rapor 2006,
- \_\_\_\_\_ : Yıllık Rapor 2007
- \_\_\_\_\_ : Yıllık Rapor 2009.
- \_\_\_\_\_ : Yıllık Rapor, 2003
- \_\_\_\_\_ : Sıkça Sorulan Sorular, (Çevrimiçi),  
www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/sss.php. Erişim:  
2.04.2010
- \_\_\_\_\_ : “Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu”, 5 Ekim  
2011, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/>, Erişim:  
11.10.2011
- \_\_\_\_\_ : ”Türkiye’nin Güçlü Ekonomiye Geçiş  
Programı”,(Çevrimiçi),[http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/eko\\_program/program.pdf](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/eko_program/program.pdf), Erişim: 02.11.2011
- \_\_\_\_\_ : 3 Haziran 2008 Tarihli Maliye Bakanına Yazılan  
TCMB  
Mektubu,(çevrimiçi),<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2008/DUY2008-24.pdf>, Erişim:12.07.2011
- The Riskbank: Çevrimiçi),<http://www.riksbank.com/templates/Page.aspx?id=9159>, Erişim:02.02.2011.
- Tinbergen, Jan: **On the Theory of Economic Policy**, Amsterdam,  
1952
- Tokgöz, Erdinç: “Merkez Bankalarının Bağımsızlığı”, **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C.13, 1995.
- Tornell, Aaron ve Andres Velasco: “Fiscal discipline and the choice of a nominal anchor in Stabilization”, **Journal of International Economics**, No.46, 1997.
- Tunca, Zafer: **Makro İktisat**, Filiz Yayınevi, 4.Baskı, İstanbul,  
2005.
- TÜİK: Türkiye İstatistik Kurumu,  
(çevrimiçi),[http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?tb\\_id=](http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?tb_id=)

25&ust\_id=8, Erişim: 23.02.2011

- Uygur, Ercan: “2000 Kasım ve 2001 şubat Krizleri Üzerine Değerlendirmeler.” **Mülkiye Dergisi**, Cilt.15, Sayı.227, 2001, s. 37–70.
- \_\_\_\_\_ : “Enflasyon, Para ve Mali Baskı: İktisat Politikasında Geri Kalmışlık” **İktisat, İşletme ve Finans**, Yıl:16, Sayı:189, 2001, s.7-23.
- Ünsal, Erdal: **Makro İktisat**, 8. Gözden Geçirilmiş Baskı, İmaj Yayınları, Ankara, 2009.
- Vegh, Carlos A.: “Stopping High Inflation”, **IMF Staff Papers**, Vol.39, No.3, 1992, pp.625-695
- Walsh, Carl E.: “Central Bank Independence Prepared for the New Palgrave Dictionary”, December 2005, s.1, (Çevrimiçi), [http://people.ucsc.edu/~walshc/MyPapers/cbi\\_newpalgrave.pdf](http://people.ucsc.edu/~walshc/MyPapers/cbi_newpalgrave.pdf), Erişim: 03.12.2011
- \_\_\_\_\_ : “Is New Zealand's Reserve Bank Act of 1989 an Optimal Central Bank Contract?”, **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 27, No. 4, Part 1 Nov., 1995, pp. 1179-1191.
- \_\_\_\_\_ : **Monetary Theory and Policy**, Second Ed., MIT Press, 2003.
- Wikipedia: (Çevrimiçi), [http://en.wikipedia.org/wiki/Quantity\\_theory\\_of\\_money](http://en.wikipedia.org/wiki/Quantity_theory_of_money), Erişim: 12.10.2011
- Williamson, John ve Molly Mahar: **Finansal Liberizasyon Üzerine Bir İnceleme**, Çev. Güven Delice, Liberte Yayınları, 2002.
- Vogelvang, Ben: **Econometric Theory and Applicaitons with Eviews**, Pearson Education limited Press, 2005.
- Yaşar, Süleyman: “Dalgalı Kur Doğru Tercih”, **Radikal Gazetesi**, 8 Ağustos 2011
- \_\_\_\_\_ : “Kendi Portföyünüz mü Türkiye mi?”, **Sabah Gazetesi**, 10 Ekim 2011
- Yeldan, Erinç: “Birinci Yılında 2000-Enflasyonu Düşürme Programının Değerlendirilmesi”, **Mülkiye Dergisi**,

Cilt: 25, Sayı: 226, Ocak-Şubat 2001, s.157-174.

- Yeyati, Eduardo L.: “Financial Dollarization: Evaluating the Consequences”, **Economic Policy** January 2006.
- Yıldırım, Kemal ve Mustafa Özer: **İktisat Teorisi**, 4.baskı, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Ekişehir, 2006.
- Yıldırım, Oğuz: “Monetary Programming in Turkey After 1990s”, **Sosyal Bilimler Dergisi**, t.y., s.,135-140.  
\_\_\_\_\_: “Türkiye’de Parasal Programlama ve Enflasyon Hedeflemesi”, Basılmamış Eser, t.y.
- Yılmaz, Durmuş: “Para Politikası Sunumu”, **TCMB**, Gaziantep, 7 Haziran 2007.  
\_\_\_\_\_: “2011 Ocak Enflasyon Raporu”, **TCMB**, Ankara, 25 Ocak 2011  
\_\_\_\_\_: ”Ekonomik Görünüm”, **TCMB**, Malatya, 7 Eylül 2006.  
\_\_\_\_\_: “75. Olağan Genel Kurul Toplantısı Açış Konuşması”, **TCMB**, Ankara, 6 Nisan 2007.



## BÜLENT DOĞRU

D. Tarihi: 01.01.1978, e-mail: buldogru@gmail.com, tel: 05052981120

### EĞİTİM:

| Derece      | Alan                 | Üniversite                   | Yıl  |
|-------------|----------------------|------------------------------|------|
| • Doktora   | İktisat              | İstanbul Üniversitesi        | 2011 |
| • Y. Lisans | İktisat              | İstanbul Teknik Üniversitesi | 2006 |
| • Lisans    | Tekstil Mühendisliği | İstanbul Teknik Üniversitesi | 2003 |

### YAYINLANMIŞ ÇALIŞMALAR:

- **Y. lisans Tez:** Uluslar Arası Piyasalarda Belirlenen Parite değişimlerinin Türkiye'deki Döviz Kuruna Etkisinin Araştırılması, (Danışman: Prof. Dr. Burç Ülengin)
- Doğru, B. " Türkiye'de Yeni Kurulan Üniversitelerin Ülke Ve Şehir Kalkınmasına Katkısı: Güney Kore Örneği", İl Oluşunun 80.Yılında Gümüşhane, **Tarihi ve Ekonomisi Sempozyumu**, 25-28 Mayıs, 2010, Gümüşhane, Türkiye
- Doğru B., Uysal M., "Euro'daki Belirsizliğin Euro Bölgesi İhracatına Etkisi " **Atatürk Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 2011
- Doğru, B., "ABD ve AB Menşeli Bir Krizin Türkiye'ye Muhtemel etkileri", **Taraf Gazetesi**, 1 Ekim 2011
- **Proje:** Doğru, B. "Korozyonun İçme Suyuna Etkisi" , İstanbul Büyükşehir Belediyesi, 1999

### REFERANS:

- Doktora Danışmanım Doç. Dr. Dündar Murat Demiröz (İstanbul Üniversitesi)
- Prof.Dr. Kaya Ardıç (İstanbul Üniversitesi)
- Yüksek Lisans Tez Danışmanım Prof.Dr. Burç Ülengin (İstanbul Teknik Üniversitesi)

### İŞ DENEYİMİ:

- Araştırma görevlisi, Gümüşhane Üniversitesi, İİBF, İktisat Teorisi ABD, Ocak 2009-
- Tekstil Mühendisi, Bahariye Mensucat, İstanbul, Aralık 2004-Haziran 2005

**YABANCI DİL:** İngilizce (ileri düzey), Almanca (orta düzey), İspanyolca ve Fransızca (başlangıç düzey)

### BURSLAR ve ÖDÜLLER

- Sabancı Başarı Bursu
- Türk Silahlı Kuvvetleri Hizmet ve Yararlılık Ödülü, Jandarma Genel Komutanlığı

### DİĞER

- TÜBİTAK Matematik Olimpiyatları Doğu Anadolu Bölgesi İkincilik Derecesi, 1996
- TÜBİTAK Ulusal Matematik Takımı Yedek Aday, 1997