

**T.C.  
EGE ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İktisat Anabilim Dalı**

**ENFLASYON HEDEFLEMESİ: TÜRKİYE DENEYİMİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Ezgi EROL**

**DANIŞMANI: Doç. Dr. R. Funda BARBAROS**

**İZMİR-2008**

Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne sunduğum “Enflasyon Hedeflemesi: Türkiye Deneyimi” adlı yüksek lisans tezinin tarafımdan bilimsel, ahlak ve normlara uygun bir şekilde hazırlandığını, tezimde yararlandığım kaynakları bibliyografyada ve dipnotlarda gösterdiğimi onurumla doğrularım.

Ezgi EROL



## TUTANAK

Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun 25/07/2008 tarih ve 30/23 sayılı kararı ile oluşturulan jüri İktisat anabilim dalı yüksek lisans öğrencisi Ezgi Erol'un aşağıda (Türkçe / İngilizce) belirtilen tezini incelemiş ve aday 13/08/2008 günü saat 13.00'da 7.51'de süren tez savunmasına almıştır.

Sınav sonunda adayın tez savunmasını ve jüri üyeleri tarafından tezi ile ilgili kendisine yöneltilen sorulara verdiği cevapları değerlendirerek tezin başarılı olduğuna oybirliğiyle karar vermiştir.

*Dr. Dr. R. Rinde Barbaos*

**BAŞKAN**

*[Signature]*

Başarılı

Başarısız

Düzeltilme (Üç ay süreli)

*Yaser Uygul*  
Prof. Dr. Yaser Uygul

**ÜYE**

Başarılı

Başarısız

Düzeltilme (Üç ay süreli)

*Y. Doç. Dr. Ayhan Lazer*  
*[Signature]*

**ÜYE**

Başarılı

Başarısız

Düzeltilme (Üç ay süreli)

**Tezin Türkçe Başlığı : Enflasyon Hedeflemesi: Türkiye Deneyimi**

**Tezin İngilizce Başlığı: Inflation Targeting: The Turkish Case**

## İÇİNDEKİLER

<b>TABLO LİSTESİ</b> -----	<b>v</b>
<b>GRAFİK LİSTESİ</b> -----	<b>vii</b>
<b>ŞEKİL LİSTESİ</b> -----	<b>x</b>
<b>GİRİŞ</b> -----	<b>1</b>

## BİRİNCİ BÖLÜM

<b>1. ENFLASYON HEDEFLEMESİ VE FİYAT İSTİKRARI: TEORİK TEMELLER</b> -----	<b>4</b>
<i>1.1 Enflasyon Hedeflemesi Kavramının Tarihsel Gelişimi</i> -----	<i>4</i>
<i>1.2 Fiyat İstikrarı Kavramının Kuramsal Çerçevesi</i> -----	<i>7</i>
<i>1.3 Dünyada Enflasyonist Süreç ve Fiyat İstikrarı Kavramı</i> -----	<i>13</i>
1.3.1 Dünyada Enflasyonist Süreç -----	13
1.3.2 Fiyat İstikrarı Nedir?-----	16
1.3.3 Sıfır Enflasyon – Pozitif Enflasyon Tartışmaları -----	18
1.3.4 Deflasyon ve Para Politikası-----	20
1.3.5 Enflasyonun Maliyetleri-----	23
1.3.6 Fiyat İstikrarının Sürdürülmesinden Beklenen Faydalar -----	32

## İKİNCİ BÖLÜM

<b>2. ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN ÇERÇEVESİ</b> -----	<b>34</b>
<i>2.1 Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine İlişkin Genel Bir Literatür Taraması</i> -----	<i>34</i>
<i>2.2 Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Tanımı ve Temel Unsurları</i> -----	<i>36</i>
<i>2.3 Enflasyon Hedeflemesinin Avantaj ve Dezavantajları</i> -----	<i>39</i>

2.3.1 Enflasyon Hedeflemesinin Avantajları-----	39
2.3.2 Enflasyon Hedeflemesinin Dezavantajları-----	42
2.4 Enflasyon Hedeflemesinin Kurumsal Çerçevesi -----	45
2.4.1 Merkez Bankası Bağımsızlığı -----	45
2.4.1.1 Merkez Bankası Bağımsızlığının Çeşitli Unsurları -----	49
2.4.2 Hesap Verebilirlik – Şeffaflık – İletişim Politikaları-----	52
2.4.3 Karar Mekanizmasına İlişkin Düzenlemeler-----	55
2.5 Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Operasyonel Çerçevesi -----	56
2.5.1 Hedefin Tayini-----	57
2.5.2 Hedef Ufku-----	59
2.5.3 Hedef Seviyesi-----	62
2.5.4 Fiyat Endeksinin Seçimi (Hedefin Niteliği)-----	63
2.5.5 Nokta Hedef - Bant Hedef (Hedef Aralığı)-----	65
2.5.6 Kaçış yolları (escape clauses) -----	68
2.6 Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Önkoşulları -----	69
2.6.1 Mali Baskınlığın Olmaması-----	73
2.6.2 İstikrarlı Finansal Sistem-----	76
2.6.3 Güçlü ve Gelişmiş Finansal Piyasalar-----	79
2.6.4 Etkin Para Politikası ve Teknik Altyapının Sağlanması Koşulu -----	81
2.6.5 Düşük Enflasyon Koşulu-----	87
2.6.6 Dolarizasyonun Aşırı Boyutlarda Olmaması-----	88
2.6.6.1 Dolarizasyon Nedir?-----	88
2.6.6.2 Dolarizasyonun Nedenleri -----	90
2.6.6.3 Merkez Bankası ve Para Politikası Açısından Dolarizasyon -----	91
2.6.7 Döviz Kurundan Fiyatlara Geçiş Etkisinin Düşük Olması-----	93

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

<b>3. DÜNYADA ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ-----</b>	<b>98</b>
3.1 Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Önkoşullarının Sağlanma Derecesi-----	98

3.2	<i>Enflasyon Hedeflemesinin Makroekonomik Performans Üzerine Etkileri</i>	103
3.2.1	Enflasyon Hedeflemesinin Enflasyon Üzerindeki Etkileri	105
3.2.2	Enflasyon Hedeflemesinin Büyüme Üzerindeki Etkileri	115
3.2.3	Enflasyon Hedeflemesinin Faiz Oranları Üzerindeki Etkileri	116
3.2.4	Enflasyon Hedeflemesinin Döviz Kuru Üzerindeki Etkileri	119

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### 4. ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ: TÜRKİYE DENEYİMİ ----- 126

4.1	<i>Türkiye’de Enflasyonist Süreç: Tarihsel Gelişme</i>	126
4.1.1	1980 Öncesi Dönem	126
4.1.2	1980–1999 Dönemi	128
4.1.3	2000 Yılı İstikrar Programı	134
4.1.4	Kriz Sonrası Para Politikası ve 2002–2005 Dönemi	142
4.2	<i>Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Operasyonel Çerçevesi</i>	150
4.3	<i>Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşullarının Sağlanma Derecesi</i>	156
4.3.1	Merkez Bankası Bağımsızlığı ve Fiyat İstikrarının Öncelikli ve Tek Hedef Olması	156
4.3.2	Türkiye’de Şeffaflık, Hesap Verebilirlik ve İletişim Politikaları	157
4.3.3	Türkiye’de Mali Baskınlık	160
4.3.4	Türkiye’de Finansal Piyasalarda Durum: Finansal Derinleşme ve Finansal İstikrar	168
4.3.5	Teknik Altyapının Sağlanması Koşulu	182
4.3.6	Türkiye’de Dolarizasyon	183
4.3.7	Türkiye’de Döviz Kurundan Fiyatlara Geçiş Etkisi	189

## BEŞİNCİ BÖLÜM

### 5. TÜRKİYE’DE PARA POLİTİKASI ARAÇLARI İLE ENFLASYON ARASINDAKİ İLİŞKİNİN AMPİRİK ANALİZİ ----- 196

5.1	<i>Literatür Taraması</i>	196
-----	---------------------------	-----

5.2 Yöntem -----	201
5.2.1 Vektör Otoregresyon (VAR) Modelleri-----	201
5.2.2 Birim Kök Sınaması -----	204
5.3 Ekonometrik Analizde Kullanılan Değişkenler ve Veriler-----	206
5.4 Model Tahmini ve Ampirik Bulgular -----	212
5.4.1 Ön Testler -----	212
5.4.1.1 Birim Kök Test Sonuçları-----	212
5.4.1.2 Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi ve VAR İstikrar Koşulu-----	217
5.4.1.3 Değişkenlerin Sıralanması-----	219
5.4.2 VAR Modeli Tahmin Sonuçları-----	221
5.4.2.1 Para Politikası Aracının <i>Para Tabanı</i> Olduğu Tahmin Sonuçları -----	222
5.4.2.2 Para Politikası Aracının M1 Olduğu Tahmin Sonuçları-----	241
5.4.3 VAR Modeli Özet Bulgular -----	244
<b>SONUÇ ve DEĞERLENDİRME -----</b>	<b>246</b>
<b>KAYNAKÇA -----</b>	<b>261</b>
<b>EKLER -----</b>	<b>293</b>

## TABLO LİSTESİ

Tablo 2.1 Merkez Bankası Bağımsızlığı -----	52
Tablo 2.2 EH Uygulayan Ülkelerde Operasyonel Çerçeve: Uygulama Özellikleri -----	57
Tablo 2.3 EH Uygulayan Ülkelerde Operasyonel Araç -----	84
Tablo 2.4 Aktarım Mekanizmasının İdeal İşleyiş Süreci -----	86
Tablo 3.1 EH uygulayan ülkelerde Enflasyon, Mali Baskınlık ve Finansal Derinlik ---	99
Tablo 3.2 EH Uygulayan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesine Geçiş Sürecinde Enflasyon Oranları (TÜFE Yıllık % Değişim)-----	106
Tablo 3.3 Enflasyonun Düzeyine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler, Enflasyon Değişkenliği ve Enflasyon Ataleti: Hedefleme Yapan ve Yapmayan Ülkelere Yönelik Bir Karşılaştırma-----	110
Tablo 3.4 Reel GSYİH Büyüme Oranına İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler, Reel GSYİH Büyümedeki Oynaklık ve Atalet: Hedefleme Yapan ve Yapmayan Ülkelere Yönelik Bir Karşılaştırma-----	116
Tablo 3.5 Faiz Oranlarına İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler ve Faiz Değişkenliği -----	117
Tablo 3.6 Reel Efektif Döviz Kuruna İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler ve Oynaklık ---	123
Tablo 3.7 Nominal Döviz Kuruna İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler ve Oynaklık -----	124
Tablo 4.1 Enflasyon ve Büyüme Oranları: Tanımlayıcı İstatistikler (1970 – 1999) ---	130
Tablo 4.2 Yıl Sonu Enflasyon Hedefi, Enflasyon Bekleyişleri ve Güvenilirlik Farkı (Aralık 2005 İtibariyle, %)-----	148
Tablo 4.3 Yılsonu Hedefi İle Tutarlı Enflasyon Patikası ve Belirsizlik Aralığı -----	153
Tablo 4.4 Türkiye’de Mali Baskınlık Oranları (%)-----	163
Tablo 4.5 Türk Mali Sisteminin Derinleşme Göstergeleri (GSMH’nın %’si Olarak) -	173
Tablo 4.6 Türkiye’de Bankacılık Sektörüne İlişkin Bazı Rasyolar (%) -----	176
Tablo 4.7 1987:1-2007:10, i Dönem Gecikmeli Döviz Kuru Değişim Oranı ile TÜFE Artış Oranı Arasındaki Dinamik Korelasyon Katsayıları -----	192
Tablo 5.1 Ekonometrik Analizde Kullanılan Değişkenler -----	209
Tablo 5.2 ADF Birim Kök Test Sonuçları -----	212
Tablo 5.3 Phillips-Perron (PP) Birim Kök Test Sonuçları-----	213
Tablo 5.4 KPSS Birim Kök Test Sonuçları -----	214
Tablo 5.5 Birim Kök Test Sonuçları (ÖZET)-----	215

Tablo 5.6 Gecikme Uzunluğu Test Sonuçları-----	217
Tablo 5.7 Enflasyon Birikimli Etki-Tepki Fonksiyonları (1. Dönem, Para Tabanı ile)-----	229
Tablo 5.8 Enflasyon Varyans Ayırıştırma Sonuçları (1. Dönem, Para Tabanı ile)-----	233
Tablo 5.9 Parasal Büyüme Varyans Ayırıştırma Sonuçları (1. Dönem, Para Tabanı ile)-----	234
Tablo 5.10 Faiz Oranı Varyans Ayırıştırma Sonuçları (1. Dönem, Para Tabanı ile)-----	235
Tablo 5.11 Enflasyon Birikimli Etki-Tepki Fonksiyonları (2. Dönem, Para Tabanı ile) -----	236
Tablo 5.12 Enflasyon Varyans Ayırıştırması (2. Dönem, Para Tabanı ile) -----	240
Tablo 5.13 Parasal Büyüme Varyans Ayırıştırma Sonuçları (2. Dönem, Para Tabanı ile) -----	241
Tablo 5.14 Faiz Oranı Varyans Ayırıştırma Sonuçları (2. Dönem, Para Tabanı ile) ---	241
Tablo 6.1 Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Hesap Verebilirlik, Şeffaflık ve İletişim Politikaları-----	293
Tablo 6.2 Merkez Bankası Karar Alma Mekanizması-----	297
Tablo 6.3 VAR Hata Terimi Korelasyon Matrisi (Alternatif Sıralamalarda) -----	310
Tablo 6.4 Tahmin Edilen VAR Modelinin Matematiksel Formu-----	311
Tablo 6.5 Para Tabanı Modeli Birinci Dönem VAR Eviews 5.1 Çıktısı -----	312
Tablo 6.6 Para Tabanı Modeli İkinci Dönem VAR Eviews 5.1 Çıktısı-----	315
Tablo 6.7 M1 Modeli Birinci Dönem VAR Eviews 5.1 Çıktısı-----	318
Tablo 6.8 M1 Modeli İkinci Dönem VAR Eviews 5.1 Çıktısı-----	321
Tablo 6.9 Enflasyon Birikimli Etki-Tepki fonksiyonları (1. Dönem, M1 ile) -----	324
Tablo 6.10 Enflasyon Varyans Ayırıştırması (1. Dönem, M1 ile)-----	328
Tablo 6.11 M1 Parasal Büyüme Varyans Ayırıştırması (1. Dönem, M1 ile) -----	328
Tablo 6.12: Faiz Oranı Varyans Ayırıştırması (1. Dönem, M1 ile) -----	328
Tablo 6.13 Enflasyon Birikimli Etki-Tepki fonksiyonları (2. Dönem, M1 ile)-----	329
Tablo 6.14 Enflasyon Varyans Ayırıştırması (2. Dönem, M1 ile)-----	333
Tablo 6.15 M1 Parasal Büyüme Varyans Ayırıştırması (2. Dönem, M1 ile) -----	333
Tablo 6.16 Faiz Oranı Varyans Ayırıştırması (2. Dönem, M1 ile) -----	333

## GRAFİK LİSTESİ

Grafik 1.1 Ülke Gruplarında Enflasyon Oranları: 1970-2006 (Yıllık % Değişim)-----	14
Grafik 2.1 Enflasyon ve Merkez Bankası Bağımsızlığı-----	48
Grafik 2.2 Enflasyon Hedef Düzey ve Aralıkları (2007 yılı - Geçerli olan son hedef) -	67
Grafik 3.1 Ortalama – Standart Sapma İlişkisi -----	108
Grafik 3.2 5 Yıllık Periyot Aralıkları Dahilinde Enflasyonist Atalet: 1980:1 – 2007:2 Dönemi -----	113
Grafik 3.3 Enflasyonu Hedefleyen ve Hedeflemeyen Ülkeler: Yıllık Ortalama Enflasyon (1980:1 – 2007:2 Dönemi)-----	114
Grafik 4.1 Dış Ticaret ve Cari İşlemler Dengesinin GSMH'ya Oranı -----	128
Grafik 4.2 Reel GSMH - GSYİH, TÜFE, TEFE, GSMH Deflâtör: Büyüme Hızları (Yıllık % Değişim, 1970 – 2006 Dönemi)-----	131
Grafik 4.3 Türkiye’de Enflasyonun Tarihsel Gelişimi -----	133
Grafik 4.4 2000 İstikrar Programı Altında Faizlerin Gelişimi -----	136
Grafik 4.5 2000 İstikrar Programı Altında Enflasyonun Gelişimi-----	138
Grafik 4.6 2000 İstikrar Programı Altında Kur Sepeti Aylık Değişim ve TÜFE (%) -	138
Grafik 4.7 2000 İstikrar Programı Altında €/ \$ Paritesi ve Reel Efektif Kur Endeksi--	139
Grafik 4.8 Program Şartlılığı: Yılsonu Hedefi ile Tutarlı Enflasyon Patikası -----	154
Grafik 4.9 Kamuya Açılan Krediler ve Enflasyon -----	161
Grafik 4.10 Toplam İç Borç Stoku ve Kamu Kesimi Borçlanma Gerekliliği (% GSMH) ve İç Borçlanmanın Piyasalar Üzerindeki Baskısı-----	162
Grafik 4.11 Kamu Net Borç Stoku (% GSMH) -----	162
Grafik 4.12 Türkiye İçin Yurtiçi Orijinal Günah Göstergeleri -----	165
Grafik 4.13 Finansal Sağlık Endeksi (FSE) (1999:12 – 2006:12)-----	179
Grafik 4.14 Finansal Stres Endeksi-----	180
Grafik 4.15 Örtük EH Döneminde Türkiye’de Risk Primi (EMBI Spread)-----	182
Grafik 4.16 Beklenen ve Gerçekleşen DİBS Reel Faizleri -----	182
Grafik 4.17 Paranın Dolaşım Hızı-----	184
Grafik 4.18 Türkiye’de Dolarizasyon Süreci (Yıllık bazda)-----	185

Grafik 4.19 Türkiye’de Dolarizasyon Süreci ve Portföy Tercihlerinin Değişimi (Aylık bazda) -----	186
Grafik 4.20 Bazı Ülkelerde DTH / Top. Mev. Oranı (2001 yılı itibariyle)-----	187
Grafik 4.21 DTH, M2Y ve Toplam Mevduatta Değişim Hızları (%)-----	189
Grafik 4.22 Döviz Kuru – Enflasyon Etkileşimi (1987 – 2007) -----	191
Grafik 4.23: Döviz Kurundan Tüketici Enflasyonuna Geçiş Etkisi (VAR Yöntemi ile Hesaplanan Kümülatif Geçiş Katsayıları) -----	194
Grafik 5.1 Ham Zaman Serileri-----	210
Grafik 5.2 Düzey Değerlerde Logaritmik ve Mevsimsellikten Arındırılmış Zaman Serileri -----	211
Grafik 5.3 Durağan Değerlerde Zaman Serileri -----	216
Grafik 5.4 VAR İstikrar Koşulu (Para Tabanı Modeli) -----	218
Grafik 5.5 VAR İstikrar Koşulu (M1 Modeli)-----	219
Grafik 5.6 Diğer Değişkenlere Verilen 1 Standart Sapmalılık Şoka Enflasyonun Verdiği Dönemlik Tepkiler (1. Dönem, Para Tabanı ile)-----	230
Grafik 5.7 Diğer Değişkenlerin 1 Standart Sapmalılık Parasal Şoka Dönemlik Tepkileri (1. Dönem, Para Tabanı ile) -----	231
Grafik 5.8 Diğer Değişkenlerin 1 Standart Sapmalılık Faiz Şokuna Dönemlik Tepkileri (1. Dönem, Para Tabanı ile) -----	232
Grafik 5.9 Diğer Değişkenlere Verilen 1 Standart Sapmalılık Şoka Enflasyonun Verdiği Dönemlik Tepkiler (2. Dönem, Para Tabanı ile)-----	237
Grafik 5.10 Diğer Değişkenlerin 1 Standart Sapmalılık Parasal Şoka Dönemlik Tepkileri (2. Dönem, Para Tabanı ile) -----	238
Grafik 5.11 Diğer Değişkenlerin 1 Standart Sapmalılık Faiz Şokuna Dönemlik Tepkileri (2. Dönem, Para Tabanı ile) -----	239
Grafik 6.1 Enflasyonu Hedefleyen ve Hedeflemeyen Ülkelerde Kısa Vadeli Faiz – Enflasyon İlişkisi (1980:1 – 2007:2 Dönemi)-----	299
Grafik 6.2 Diğer Değişkenlere Verilen 1 Standart Sapmalılık Şoka Enflasyonun Verdiği Dönemlik Tepkiler (1. Dönem, M1)-----	325
Grafik 6.3 Diğer Değişkenlerin 1 Standart Sapmalılık Parasal Şoka Dönemlik Tepkileri (1. Dönem, M1)-----	326

Grafik 6.4 Diğer Değişkenlerin 1 Standart Sapmalık Faiz Şokuna Dönemlik Tepkileri (1. Dönem, M1)-----	327
Grafik 6.5 Diğer Değişkenlere Verilen 1 Standart Sapmalık Şoka Enflasyonun Verdiği Dönemlik Tepkiler (2. Dönem, M1)-----	330
Grafik 6.6 Diğer Değişkenlerin 1 Standart Sapmalık Parasal Şoka Dönemlik Tepkileri (2. Dönem, M1)-----	331
Grafik 6.7 Diğer Değişkenlerin 1 Standart Sapmalık Faiz Şokuna Dönemlik Tepkileri (2. Dönem, M1)-----	332

## ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 2.1 Mali Baskınlığın Ekonomi Üzerindeki Etkileri -----	75
Şekil 2.2 Basitleştirilmiş Bir Parasal Aktarım Mekanizması -----	85
Şekil 2.3 Döviz kurundan Yurtiçi Fiyatlara Geçiş Etkisi -----	95

## GİRİŞ

Tarihsel olarak geçmişe baktığımızda, enflasyonun sorun olarak 1970’lerde dünya gündemine girdiği görülmektedir. 1930’lu yıllarda, yoğun olarak karşılaşılan sorun enflasyon değil, işsizlik ve durgunluk konuları olmuştur. Diğer taraftan, enflasyon (ya da yüksek enflasyon) asıl olarak, 1970’li yıllarda Bretton Woods sisteminin çökmesi ve yaşanan petrol şoklarının etkisiyle global anlamda sorun olmaya başlamıştır. Bu gelişmeler doğrultusunda, fiyat istikrarının da merkez bankası para politikasının öncelikli hedefi olması gerektiği yönündeki tartışmalar gündemi meşgul etmeye başlamıştır. Bu bağlamda gerek teorik ve kuramsal, gerekse pratikte ortaya çıkan birtakım gelişmeler neticesinde, hem merkez bankaları arasında hem de kamuoyunda fiyat istikrarının para politikasının nihai hedefi olması gerektiği konusunda bir uzlaşma ortaya çıkmıştır.

Enflasyon, sosyal ve ve iktisadi açıdan neden olduğu maliyetler dolayısıyla da makroiktisadın en ilgi çekici konularından birisini oluşturmuş, neticede nihai amacı fiyat istikrarını sağlamak olan merkez bankalarının enflasyonu kontrol altına alabilmeleri için çeşitli politikalar gündeme getirilmiştir. Dünyada ülke uygulamalarına da bakıldığında, enflasyonu düşürmek ve kontrol altına almak için merkez bankaları tarafından en çok uygulanan para politikası rejimlerinin döviz kuru hedeflemesi ile parasal hedefleme stratejisi olduğu görülmüştür. Bununla birlikte, merkez bankasının ve para politikasının temel unsurları olan kur politikası ve parasal büyüklük hedefleri, dünyada artan sermaye hareketlerinin ve liberalleşmenin etkisiyle, diğer bir ifadeyle, yeni finansal araçların ortaya çıkması ve teknolojinin süratle değişmesiyle birlikte, para talebinin istikrarsız bir biçimde olduğu bir yapıyla karşı karşıya kalmıştır.

Kur hedeflemesi ve parasal hedeflemelerin, enflasyonun kontrol altına alınması açısından başarısız olmaları, merkez bankalarının rolünün ve para politikasının çerçevesinin daha belirgin bir şekilde çizilmesini gerektirmiştir. Sonuç olarak, 1990’ların başında öncelikle sanayileşmiş ülkelerin, 1990’ların sonlarına gelindiğinde de birçok gelişmekte olan ülkenin enflasyon hedeflemesi rejimini yenilikçi bir yaklaşım

olarak benimsediği görülmüştür. Dolayısıyla, para politikası stratejilerinde enflasyon hedeflemesinin önem kazanması, dinamik olarak değişen dünya iktisadi ortamına doğal bir tepki olarak ortaya çıkmıştır.

Günümüzde, yedisi sanayileşmiş, onyedisi de gelişmekte olan ülke olmak üzere toplam yirmidört ülke, enflasyonu hedefleyen ülke olarak sınıflandırılabilir. Türkiye de, 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesini benimseyerek bu ülkeler grubuna girmiştir. Diğer taraftan literatürde, stratejinin yeni olması, başlangıçta zaten düşük enflasyon oranlarına sahip sanayileşmiş ülkeler tarafından uygulanmaya başlanmış olması ve bu çerçevede rejimin dünyada ciddi ekonomik şoklar ile henüz yeterince test edilmemiş olduğuna yönelik ciddi görüşler ortaya atılmış ve bu durumun özellikle rejimin gelişmekte olan ülkelere uygulanabilirliğini tartışmaya açık hale getirdiği ifade edilmiştir.

Bu çalışmanın amacı, yukarıda söylenenler dahilinde şu şekilde özetlenebilir:

- Yeni bir para politikası rejimi olan enflasyon hedeflemesinin, tüm teknik ve stratejik özellikleri ve önkoşullarının 24 ülke uygulamasından da örnekler vererek irdelenmesi,
- Enflasyon hedeflemesi rejiminin makroekonomik performans üzerindeki etkilerinin istatistiksel olarak analiz edilmesi ve
- 2006 yılı başında açık bir şekilde enflasyon hedeflemesine geçen Türkiye’de, rejime geçiş sürecinin incelenmesi ve rejimin önkoşullarının sağlanma derecesinin tespit edilmesidir.

Bu amaçlar doğrultusunda çalışmada beş bölüm oluşturulmuştur. Birinci bölümde, fiyat istikrarı ve enflasyon hedeflemesi kavramı teorik temeller bağlamında ele alınmıştır. Bu kapsamda, birinci bölümde öncelikle enflasyon hedeflemesi kavramının tarihsel gelişimine değinilmiş, daha sonra ise fiyat istikrarı kavramının kuramsal çerçevesi ortaya konarak fiyat istikrarını öncelikli amaç haline getiren teorik gelişmelere değinilmiştir. Üçüncü olarak da dünyadaki enflasyonist sürece kısaca değinilerek, fiyat istikrarı kavramının sıfır enflasyon – pozitif enflasyon tartışmaları

eşliğinde tanımlanması yapılmıştır. Ayrıca, fiyat istikrarının neden bu kadar önemli olduğunun daha iyi anlaşılması ve bir tamamlayıcı nitelik taşıması amacıyla, enflasyonun maliyetleri ve fiyat istikrarının sürdürülmesinden beklenen faydalara da kısaca değinilmiştir.

İkinci bölümde, enflasyon hedeflemesi rejiminin çerçevesi bir bütün olarak ele alınmış ve rejimin tüm teknik ve operasyonel özellikleri ile gerektirdiği önkoşullar, ülke uygulamalarından da örnekler verilerek detaylı olarak incelenmiştir.

Üçüncü bölümde ise, enflasyon hedeflemesi rejiminin dünyada uygulamada ne durumda olduğu incelenmiş ve bu amaçla öncelikle rejimin teorik olarak gerçekleşmesini öngördüğü koşulların sağlanma derecesi irdelenmiştir. İkinci olarak da, enflasyon hedeflemesinin benimsenmesinin reel ekonomik büyüme, kısa vadeli nominal faiz oranları, reel efektif döviz kuru ve nominal döviz kuru ile enflasyon gibi temel bazı makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri 38 ülkenin verileri kullanılarak istatistiksel olarak analiz edilmiştir. Bu bağlamda rejimin benimsenmesinin enflasyon hedefleyeci ülkeler lehine bir fark yaratıp yaratmadığı, enflasyonu hedeflemeyen onüç sanayileşmiş ülke de analize katılarak karşılaştırma yapmak suretiyle irdelenmiştir.

Dördüncü bölümde, enflasyon hedeflemesi rejimi Türkiye bağlamında ele alınmış ve Türkiye’de enflasyon hedeflemesine geçiş süreci ile Türkiye’de rejimin önkoşullarının sağlanma derecesi detaylı olarak analiz edilmiştir. Beşinci bölümde ise, bu önkoşullardan birisini oluşturan ve para politikası araçları ile enflasyon arasında istikrarlı ve öngörülebilir bir ilişki olması gerektiğini belirten koşulun sağlanıp sağlanmadığı, yine Türkiye ekonomisi için vektör otoregesyon (VAR) modeli yardımıyla ampirik olarak analiz edilmeye çalışılmıştır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### 1. ENFLASYON HEDEFLEMESİ VE FİYAT İSTİKRARI: TEORİK TEMELLER

#### 1.1 Enflasyon Hedeflemesi Kavramının Tarihsel Gelişimi

Enflasyon hedeflemesi (EH) deneyiminin ilginç yönlerinden birisi, analizin ilk olarak merkez bankalarında gelişmeye başlamış olması ve hemen ardından da akademik araştırmalara konu olmasıdır. Diğer taraftan, 1990'lı yıllarla beraber EH konusuna ilişkin literatürde ve akademik araştırmalarda çok hızlı bir artış olmuştur ve akademisyen ve merkez bankası araştırmacıları arasındaki etkileşim, her iki gruba da ciddi katkı sağlamıştır (Freedman, 2006: 1).

EH rejimi ilk olarak 1989 yılında Yeni Zelanda tarafından uygulanmaya ve takip eden yıllarda da yine birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke tarafından alternatif bir para politikası stratejisi olarak kullanılmaya başlanmıştır. Bu yeni para politikası stratejisinin kavramsal olarak gelişiminde odak noktası fiyat istikrarı kavramı olmuştur.<sup>1</sup> Zira tarihsel olarak dönüp geçmişe baktığımızda, özellikle yirminci yüzyılın ikinci yarısından itibaren dünyada yaşanan gelişmeler bu sürece zemin hazırlamış ve fiyat istikrarının kesinlikle sağlanması ve öncelikli hedef olması gerektiği yönündeki tartışmalar gündemi meşgul etmeye başlamıştır.

Özellikle 1970'li yıllarda Bretton Woods sisteminin çökmesi ve yaşanan petrol şoklarının da etkisiyle (yüksek) enflasyon global anlamda sorun olmaya başlamıştır. Diğer taraftan 1960'lı yıllarda yaşanan gelişmeler ve özellikle Milton Friedman'ın başını çektiği parasal iktisatçıların, çıktıyı arttırmaya ve işsizliği düşürmeye yönelik olarak uygulanan aktivist para politikalarına (genişletici Keynesyen politikalar)

---

<sup>1</sup> Diğer taraftan, fiyat istikrarı sadece EH stratejisi ile ulaşılmaya çalışılan bir amaç olmamıştır. İleride de bahsedileceği gibi, belirli dönemlerde fiyat istikrarının sağlanması için, döviz kuru hedeflemesi ve parasal hedefleme gibi farklı stratejiler de kullanılmıştır.

yaptıkları yoğun eleştiriler birer dönüm noktası olmuştur. Bu süreçte, kısa dönemde işsizliği düşürmek için kullanılacak aktivist politikanın enflasyona yol açabileceği fakat aynı zamanda da işsizliği düşürmeyeceği ileri sürülmüştür. Friedman ayrıca, para politikasının ekonomi üzerindeki etkilerinin uzun ve değişken gecikmelerle ortaya çıktığını ileri sürmüş ve uzun dönemde Phillips Eğrisi'nin geçersiz olduğunu ortaya koymuştur. Aktivist politikaya karşı üçüncü eleştiri de para politikasının *zaman tutarsızlığı* ile ilgilidir. Zaman tutarsızlığı sorunu, üretime yönelik amaçlarını ön planda tutan bir merkez bankasının, çıktıda bir kazanç elde etmeksizin sadece yüksek enflasyon sorunu ile karşılaşabileceğini ileri sürmektedir. Friedman ve yandaşlarının aktivist politikaya karşı ileri sürdükleri tezlerin, 1970'li yıllarda yaşananlar ile teyit edilmesi, aktivist politikaya olan güvenin sarsılmasına yol açmış ve parasalcı politikaların moda haline gelmesine neden olmuştur.

Yüksek ve değişken enflasyonun, sosyal ve iktisadi açıdan maliyetli olması ve bu anlamda uzun dönemde fiyat istikrarının belirsizlikleri azaltarak daha yüksek bir iktisadi çıktı düzeyi ve daha hızlı bir iktisadi büyümeye yol açacağı görüşü, 1970'lerde gündemi meşgul etmeye başlamış, nihayetinde tüm dünya çapında, fiyat istikrarının para politikasının uzun dönemli birincil amacı olarak yerleşmesine yol açmıştır.

Bir tür sabit kur sistemi olan Bretton Woods sisteminin 1971 yılında çökmesi ile birlikte, nominal çapa kullanımı gereksinimi ortaya çıkmıştır. Bu süreçte, paranın değerinin korunması için fiyat düzeyinin istikrarına yardımcı olacak ve para politikası kısıtı haline gelecek kural ve referans büyüklükler (yani nominal çapa) aranmıştır.<sup>2</sup> 1970'li yıllara kadar, neredeyse tüm ülkelerde sabit döviz kuru sistemi uygulanmaktaydı ve fiyat sistemi, daha geniş olarak nominal sistem, sabit döviz kurunu çapa olarak

---

<sup>2</sup> Uygur (2003: 65), enflasyonu düşürmeye ve düşük tutmaya çalışan politikaların çapa gereksiniminin, neoklasik dikotomi ile açıklanması gerektiğini ileri sürmektedir. Bu yaklaşıma göre, nominal değişkenlerin birbirini yakından izlemesi, birbirine yakınsaması beklenir. Örneğin, parasalcı yaklaşıma göre para ile fiyatlar birlikte değişirler. Bu durumda kolay izlenen bir para büyüklüğünün artışı hedef değişken – çapa olarak ilan edildiğinde, diğer nominal değişkenlerdeki artış için, en önemlisi enflasyon bekleyişleri için bir koordinasyon görevi üstlenmiş olur. Uygur (2003), benzer bir açıklamanın döviz kuru için de yapılabileceğini belirtmekte ve çapa – hedef seçiminin, para politikasının nasıl uygulanacağı konusunda açık bir çerçeve, bazen bir kural verdiğini vurgulamaktadır. Mishkin (1999: 1) de, nominal bir çapanın ülke parasının değeri üzerinde bir kısıt olduğunu ve başarılı para politikası rejimleri için gerekli bir unsur olduğunu belirtmektedir.

kullanılmaktaydı. Ancak, sabit kur sisteminin çökmesiyle birlikte, batı ekonomilerinde başta döviz kurları olmak üzere fiyatlarda önemli dalgalanmalar ve artışlar yaşanmıştır. Bu süreçten sonra da kur çapasının yerine alternatif bir nominal çapa arayışı başlamıştır. 1970’li yılların ortalarından itibaren batı merkez bankaları, Milton Friedman’ın yaptığı “fiyat istikrarı için parasal büyümenin sabit bir oranda artması gerekir” önerisini dikkate alarak enflasyonu bu şekilde düşürebilecekleri beklentisiyle, para çapasını benimsemeye başladılar. Bu çerçevede önce gelişmiş sonra da gelişmekte olan ülkelerde, para çapası (para hedeflemesi = para programı) uygulaması artmıştır (Uygur (2003: 65). Diğer taraftan, parasal büyüklüklerin ara hedef olarak seçilmesi para talebinin istikrarlı olduğu varsayımına dayanmaktaydı. Bu varsayım, hedef değişkenler ile gelir, fiyat ve paranın dolaşım hızı arasında istikrarlı bir ilişkinin var olduğu görüşünden kaynaklanmıştır. Bununla birlikte, yapısal değişim ve finansal liberalizasyon programları uygulayan birçok ülkede paranın dolaşım hızındaki istikrarın kaybolması, yeni finansal araçların ortaya çıkması ve finans sektöründeki hızlı büyüme sonucu para talebindeki istikrar bozulmuş (dolayısıyla para talep fonksiyonunu tahmin etmek güçleşmiş) ve gelişmeler parasal büyüklüklerin ara hedef olarak seçilmesini güçleştirmiştir (Karasoy, Saygılı ve Yalçın, 1998: 4). Daha sonraki süreçte, ülkeler parasal hedefleme stratejisini terk etmeye başlamışlardır. Zira, yeni finansal araçların ortaya çıkması ve finansal serbestleşmenin artması nedeniyle ayrıca para arzları içselleşmiş ve reel sektörle arasındaki ilişki zayıflamıştır. Bu gelişmeler doğrultusunda, 1980’lerin ortalarında ülke deneyimlerine bakıldığında, para programında ilan edilen para artışı ile bu artışın ima ettiği enflasyon arasındaki ilişkinin beklenildiği kadar güçlü olmadığı ve giderek zayıfladığı görülmüştür. 1986’da parasal hedeflemeyi bırakıp döviz kuru hedeflemesine geçen İngiltere, döviz çapasını zaten bırakmamış İsveç ve Finlandiya gibi ülkeler 1992’de döviz krizleri, finansal krizler yaşamışlardır. Döviz çapasını, enflasyonu düşürmek amacıyla kullanan gelişmekte olan ülkelere Şili çok daha önce 1982’de finansal krizi yaşadı. Meksika, Tayland, Kore ve Brezilya gibi ülkeler ise döviz çapasını daha sonra deneyip 1990’larda kriz yaşayan ülkelerdir. Türkiye de 2000 ve 2001’de kriz yaşamıştır Uygur (2003: 65-66).

Bu dönemde enflasyonun kontrol altına alınması açısından, parasal ve döviz kuru hedeflemelerinin de başarısız olması nedeniyle, alternatif politika arayışları başlamıştır. Bu doğrultuda, 1990'lı yıllarda öncelikle gelişmiş ve daha sonraki süreçte de birçok gelişmekte olan ülke, para ve döviz kuru gibi ara hedef kullanılmasını gerektirmeyen ve nihai hedef olan enflasyonu, doğrudan hedeflemeye (*doğrudan enflasyon hedeflemesi – explicit inflation targeting*) başlamışlardır.

## 1.2 Fiyat İstikrarı Kavramının Kuramsal Çerçevesi

İktisat biliminde, geçmiş birkaç yıla göz atıldığında üzerinde neredeyse tamamen uzlaşma sağlanmış çok fazla alan bulmak çok kolay bir görev değildir. Bununla birlikte, para politikasının en önemli tek hedefinin 'fiyat istikrarının takip edilmesi'ne yönelik olması gerektiği konusunda, bugün dünyada geniş çaplı ve giderek artan bir uzlaşma vardır (Blejer and Leone: 1). Bu kapsamda bu bölümde, fiyat istikrarını öncelikli amaç haline getiren teorik gelişmelere değinilmiştir.

Para politikasının uzun dönemli birincil amacı olarak fiyat istikrarının takip edilmesinin arkasındaki mantık, iki temel önermeye dayanmaktadır. Birinci önerme, kısa dönemde işsizliği düşürmeye yönelik olarak uygulanacak müdahaleci para politikasının (*activist monetary policy*) istenmeyen sonuçlara yol açacağı, çünkü böyle bir politikanın enflasyonu yükseltebileceği fakat aynı zamanda işsizliği düşürmeyeceği görüşüne dayanmaktadır. İkinci önerme ise, uzun dönemde fiyat istikrarının daha yüksek bir iktisadi çıktı düzeyi ve daha hızlı bir iktisadi büyümeye yol açacağı görüşüne dayanmaktadır. Bu iki önermenin doğal bir sonucu olarak da fiyat istikrarı daha iyi iktisadi sonuçlar doğuracaktır (Mishkin, 1997a: 7) .

Birinci önermede bahsedilen aktivist para politikası, kavramsal olarak 1960'larda tartışılmaya başlanmış ve enflasyon ve istihdam arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığından yola çıkarak, istihdamın ve büyümenin tam kapasitede tutulabilmesi için para politikasının aktif biçimde kullanılabileceğini savunan görüş olmuştur. Bu görüşte, ekonomide tam kapasitede kalmanın, belirli düzeyde bir

enflasyon oranına katlanmak suretiyle gerçekleştirilebileceği savunulmuştur (TCMB, 2001a: 29). *Aktivist politika* taraftarları (örneğin Keynesyenler), yani para politikasının duruma göre yönetilmesini savunanlar, ücret ve fiyat uyumu aracılığıyla çalışan ekonominin kendi kendini düzelten mekanizmasının çok yavaş çalıştığını öne sürerek, bunun büyük üretim kayıplarına neden olacağını belirtmektedirler. Aktivistler, ne zaman işsizlik tam istihdam düzeyinin üzerine çıkarsa, işsizliği düşürmek için genişletici para politikasının uygulanarak aktif, uyumcu adımların atılması gerektiğini öne sürerler. Diğer taraftan para politikasının belirli bir kural çerçevesinde yürütülmesi gerektiğini savunanlar, kısaca *aktivist olmayan politika* izlenmesini savunan iktisatçılar (örneğin monetaristler) ise devletin işsizliği ortadan kaldırmak için aktif (müdahaleci) politika izlemekten kaçınmasıyla ekonominin performansının iyileşeceğine inanırlar. Bu iktisatçılara göre ücret ve fiyatların uyum gösterme süreci, aktivistlerin öne sürdüğünden daha hızlıdır ve bu kapsamda aktivist olmayan politika, ekonomiye daha düşük bir maliyet getirecektir (Şıklar, 2004: 259, 261).

Aktivist politikaya olan destek 2 ilkeye dayanmaktadır. İlki, makroekonometrik modellerin, hem maliye hem de para politikasındaki değişikliklerin bütün ekonomi üzerindeki etkilerini doğru olarak öngörecektir bir şekilde gelişmeye başlamış olmasıdır. Böylece, para ve maliye politikası araçlarını kullanarak ekonomideki konjonktürel dalgalanmaları bastırmak mümkün olabilmektedir. İkinci ilke ise, Paul Samuelson ve Robert Solow tarafından yazılan 1960 yılındaki ünlü makaleleri ile popüler hale getirilen Phillips eğrisine uygun olarak, işsizlik ve enflasyon arasındaki ödünleme ilişkisidir (Mishkin, 1997a: 7-8).<sup>3</sup> Phillips eğrisi, işsizlik ve enflasyon arasında negatif bir ilişki olduğunu, yani işsizliği düşürmek için enflasyon yaratılmasının yeterli olacağını belirtmektedir. Bu kapsamda, işsizliği düşürmek için ise, genişletici para politikası uygulanmalıdır.

---

<sup>3</sup> Bilindiği üzere, Phillips Eğrisi analizi ilk olarak İngiliz iktisatçı Alban William Phillips tarafından ortaya atılmıştır. A.W. Phillips, 1958 yılında yayınladığı ünlü makalesinde, 1861–1957 dönemleri için İngiltere’deki işsizlik ve parasal ücretlerin değişim oranı arasındaki ilişkiyi istatistiksel olarak incelemiş ve ikisi arasında negatif bir ilişki tespit etmiştir. Bundan iki yıl sonra, P. Samuelson ve R. Solow ise, ABD için 1900-1960 dönemi veri setini kullanarak yaptıkları ampirik analizde, işsizlik ile enflasyon arasında Phillips tarafından ortaya konan ilişkiye benzer bir ilişki bulunduğunu tespit etmişlerdir.

Bununla birlikte, aktivist para politikasına karşı ileri sürülen üç güçlü argüman bulunmaktadır (Mishkin, 1997a: 9-12):

- 1. Para politikasının ekonomi üzerindeki etkilerinde uzun ve değişken gecikmelerin varolması:** Aktivist para politikasına karşı ilk eleştiri, Milton Friedman öncülüğündeki parasalcılardan gelmiştir. Parasal iktisatçılar, Keynesyen makroekonometrik modellerde bazı ciddi kusurlara dikkat çekmişlerdir ve makro politikaların etkilerinin büyük oranda belirsiz olmasına vurgu yapmışlardır. Friedman ilk olarak 1948 yılında yayınlanan “A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability (*Ekonomik İstikrar İçin Parasal ve Mali Bir Çerçeve*)” ve daha sonra da 1961 yılında yayınlanan “The Lag in Effect of Monetary Policy (*Para Politikasının Etkisindeki Gecikme*)” adlı makalelerinde politikaların gecikmeli etkilerine dikkat çekerek, özellikle para politikasının ekonomi üzerindeki etkilerinin uzun ve değişken gecikmeler içerdiğini belirtmiştir.<sup>4</sup>

Kamuoyu ve özellikle de politikacılar, genelde politikada miyop bakış açısına sahiptirler; yani sadece kısa döneme odaklanırlar ve politika gecikmelerinin çok uzun olabileceğini anlayamayabilirler. Bu yüzden de, politikacılar genelde erken (acil) sonuç isteme eğilimindedirler. Bu, para politikası düşünüldüğünde, politikacıların örneğin yüksek işsizlik gibi bir sorunu genişletici para politikası kullanarak çözmeye çalışmalarına yol açabilecek, fakat aynı zamanda uzun gecikmeler dolayısıyla genişletici politika da etkili olacak ve diğer yandan da kendi kendini düzeltten mekanizma (self-correcting mechanism) aracılığıyla da ekonomi tam istihdam düzeyine halihazırda dönmüş olabilecektir. Sonuçta izlenen bu aktivist para politikası, ekonominin aşırı ısınmasına yol açabilecek (an over-heated economy), bu da ya enflasyona ya da ters etki yaratacak şekilde politikacıların ekonomiye müdahalesine yol açacaktır. Nihayetinde bu politika sonucunda ekonomik istikrarsızlık daha da artabilecektir. Bu nedenden dolayı, parasal iktisatçılar, aktivist bir politikanın ekonomide sadece negatif etkilerinin olacağını düşünmekte ve onun yerine örneğin para arzının sabit bir oranda

---

<sup>4</sup> Bu konuda detaylı bilgi için ayrıca bakınız (Culbertson, 1960).

arttığı bir kurala dayalı *aktivist olmayan politikayı* savunmaktadırlar (Mishkin, 1997a: 9).

2. ***Çıktı (işsizlik) ve enflasyon arasında uzun dönemli bir ilişkinin (ödünleminin) olmaması:*** M. Friedman, işsizlik ve enflasyon arasında, A.W. Phillips ile Samuelson ve Solow'un öne sürdüğünün aksine uzun dönemli bir ödünleme ilişkisinin olmadığını ve yapılan *Phillips Eğrisi* analizinin doğru olmadığını öne sürmüştür. Friedman'ın 1967 yılında *Amerikan Ekonomi Kurumu (American Economic Association)*'nun yıllık toplantısında yaptığı başkanlık konuşması ile Edmund Phelps'in çalışmaları yeni bir Phillips eğrisi yorumuna neden olmuştur.<sup>5</sup> Ekonomide *doğal işsizlik oranı* olduğu ve bu oranın kısa dönemde, ekonomi politikaları ile değişmeyeceği ve bu gibi politikaların enflasyonu arttırmaktan başka bir sonuç vermeyeceği öne sürülmüştür (Savaş, 2000: 642). Diğer taraftan, Friedman, ücretleri ve fiyat enflasyonunu etkileyen önemli bir faktör olan *enflasyon beklentilerinin*, Phillips eğrisi analizinde dikkate alınmadığını belirterek ciddi bir hataya değinmiştir. Friedman (1968: 8), "The Role of Monetary Policy (*Para Politikasının Rolü*)" adlı ünlü makalesinde şöyle demiştir:

*"Phillips'in, işsizlik ve enflasyon arasındaki ilişkiye yönelik analizi, önemli ve orijinal bir katkı olarak layığıyla ünlüdür. Ancak, ne yazık ki önemli bir kusur içermektedir: nominal ve reel ücretler arasındaki ayrımı yapmaktaki başarısızlık, tıpkı Wicksel'in nominal ve reel faiz oranları arasındaki ayrımı yapmaktaki başarısız olan analizi gibi. Phillips, örtük olarak makalesini, herkesin nominal ücretlerin istikrarlı olacağını ve gerçek ücret ve fiyatlara ne olursa olsun beklentilerin sarsılmaz ve değişmez kalacağını beklediği bir dünya için yazmıştır."*

Friedman'a göre, firma ve işçiler 'reel ücret' gibi reel değişkenlerle ilgilidirler ve bu yüzden de fiyat düzeyinde beklenen artışa göre uyarlanmış ücret ve üretim maliyetlerini dikkate alırlar. Sonuçta işçi ve firmalar ücret ve fiyatları oluştururken enflasyonu da dikkate alırlar ki bu sonuç Phillips eğrisi analizinin beklentileri dikkate alacak şekilde değişmesine yol açmıştır. Beklentilerle

---

<sup>5</sup> Friedman'ın Amerikan Ekonomi Kurumu'nun yıllık toplantısında yaptığı başkanlık konuşması, 1968 yılında *American Economic Review*'de yayınlanan "The Role of Monetary Policy" adlı eseridir. Ayrıca Edmund Phelps'in bu konu hakkındaki çalışmaları için bkz. Phelps (1967 ve 1968).

geliştirilmiş bu yeni Phillips eğrisi, beklenen enflasyon düzeyinin arttıkça Phillips eğrisinin de yukarı doğru kayacağını ima etmektedir (Mishkin, 1997a: 10).<sup>6</sup> ABD ve OECD ülkelerinde, 1960'lı yılların sonunda yükselmeye başlayan ve 70'li yıllarda yaşanan petrol şokları ile zirve yapan enflasyon ile işsizliğin de artmaya başlaması, ki bu olgu iktisat literatüründe stagflasyon olarak adlandırılmaktadır, Friedman ve Phelps'in görüşlerini doğrulamıştır ve enflasyon arttıkça Phillips eğrisi yukarıya doğru kaymaya başlamıştır. 1970'lerde, Phillips eğrisinin ima ettiği enflasyon ile işsizlik arasındaki negatif ilişki kaybolmaya başlamış ve yaşanan bu stagflasyon olgusu, orijinal Phillips eğrisi analizini tamamen çürütmüştür. Yani, işsizlik ile enflasyon arasında uzun dönemli ödünleme ilişkisi artık geçerli değildir. Friedman (1968: 11), ödünleme ilişkisinin kalıcı değil, daima geçici olduğunu vurgulayarak bu geçici ilişkinin enflasyonun kendisinden değil beklenmeyen enflasyondan (unanticipated inflation) kaynaklandığını belirtmiştir. Bu anlamda sonuç olarak Friedman, enflasyon yoluyla işsizliği azaltma politikalarının (genişletici para politikasının), istihdamı azaltıp enflasyonun daha da şiddetlenmesine yol açacağını belirtmektedir.

3. **Zaman tutarsızlığı (time – inconsistency) problemi:** Üretimi arttırmak ve işsizliği düşürmeye yönelik aktivist para politikasının kullanılmasındaki sorunlarla ilgili ileri sürülen üçüncü ve son güçlü argüman, para politikasının zaman tutarsızlığı sorunudur. Zaman tutarsızlığı sorunu Kydland ve Prescott (1977), Calvo (1978) ve Barro ve Gordon (1983) tarafından geliştirilmiştir. Zaman tutarsızlığı, aktivist yani duruma göre para politikası yürütülmesi ile başlangıçta olumlu gelişmeler doğuran genişlemeci politikaların, uzun dönemde olumsuzluklara neden olmasıdır (Şıklar, 2004: 262).<sup>7</sup>

---

<sup>6</sup> Phillips eğrisinin basit doğrusal formu şu şekildedir:  $\pi_t = k - \alpha(U_t - U_t^n)$ . Burada  $\pi_t$ : t zamanındaki enflasyon oranını, k: sabiti,  $\alpha$ : eğrinin eğimini,  $U_t$ : t zamanındaki işsizlik oranını,  $U_t^n$ : t zamanındaki doğal işsizlik oranını ifade etmektedir. Beklentilerin dahil olduğu Phillips eğrisi ise şu şekildedir:  $\pi_t = \pi_t^e - \alpha(U_t - U_t^n)$ .  $\pi_t^e$  beklenen enflasyonu simgelemektedir.

<sup>7</sup> Zaman tutarsızlığı sorunu Mishkin ve Posen (1997) tarafından daha detaylı olarak açıklanmıştır. Yazarlara göre zaman tutarsızlığı sorunu, ücret ve fiyatların belirlenme sürecinin geleceğe yönelik para politikası beklentilerinden etkilendiği görüşünden kaynaklanmaktadır. Politika kararlarının tartışılmasındaki başlangıç noktası, politikanın oluşturulduğu zamandaki özel sektör beklentilerinin veri olduğunun varsayılmasıdır. Söz konusu beklentiler sabit iken, politika kararlarını alanlar, beklenenden

Üretimi arttırmak ve işsizliği düşürmeye yönelik aktivist para politikasının kullanılmasındaki sorunlarla ilgili ileri sürülen bu üç argüman, nihai olarak para politikası uygulayarak işsizlik oranını düşürmenin olanaksız olduğuna işaret etmekte ve Keynesyen aktivist politikalara olan desteğin 2 dayanak noktasından biri olan, Phillips eğrisinin ima ettiği ödünleme ilişkisini ortadan kaldırmaktadır. Hatırlanacağı üzere, Keynesyen aktivist politikaların ikinci dayanak noktası, makroekonometrik modellerin, maliye ve para politikasındaki değişikliklerin ekonomi üzerindeki etkilerini doğru olarak öngöreceği bir şekilde gelişmeye başlamış olmasıydı. İşte bu ikinci dayanak noktası da, *Lucas Kritiği (Lucas Critique)* olarak bilinen ve ekonomik politika teorisinin uygulama yöntemlerini tamamen değiştiren analiz ile sarsılmıştır.<sup>8</sup> Sonuç olarak, aktivist politika, kendisine yöneltilen bu argümanlar nedeniyle ve 1973/1974 ve 1981/1982 resesyonlarından bu politikayla çıkılamaması üzerine, önemli ölçüde taraftar kaybetmiştir. Bu kapsamda, para politikasının önceden açıklanan bir kurala göre izlenmesi gerektiği konusunda görüş birliği sağlanmıştır.

---

daha genişletici bir para politikası izleyerek üretimi canlandırabileceklerini (veya işsizliği düşürebileceklerini) bilirler. Sonuç olarak, enflasyondan ziyade daha çok üretim (çıkıtı) ile ilgilenen karar alıcılar, beklenenden daha genişletici bir para politikası izlemeyi deneyecekleridir. Bununla birlikte, işçiler ve firmalar fiyatlara ilişkin kararlarını izlenecek politika konusundaki beklentilerine dayandırdıkları için, karar alıcıların genişlemeci para politikası izleme eğiliminde olduklarının farkına varacaklar ve bu yüzden de enflasyon beklentilerini yükselteceklerdir. Sonuç olarak, ücret ve fiyatlar da artacaktır. Zaman tutarsızlığı modellerinin sonucu şu şekilde özetlenebilir: politika kararlarını alanlar, gerçekten de işçi ve firmaları aldatamazlar, dolayısıyla böyle bir genişleyici para politikası stratejisi izleyerek, ortalama anlamda daha yüksek bir çıkıtı düzeyi elde edilemez. Bununla birlikte politika daha yüksek bir enflasyon ile sonuçlanacaktır. Zaman tutarsızlığı sorunu, üretime yönelik amaçlarını ön planda tutan bir merkez bankasının, çıktıda bir kazanç elde etmeksizin sadece yüksek enflasyon sorunu ile karşılaşabileceğini ileri sürmektedir. Sonuç olarak, merkez bankası optimal bir biçimde faaliyet gösterdiğine inansa bile, optimal olmayan bir sonuçla karşılaşır (Mishkin and Posen, 1997: 11-12).

<sup>8</sup> Robert Lucas, izlenen politikaların değerlendirilmesi amacıyla kullanılan geleneksel ekonometrik modellerin yararı konusunda, şartırcı sonuçlar öne sürmüştür. Söz konusu ekonometrik modeller iki amaçla geliştirilmektedir: *Ekonomik faaliyetlerin tahmin edilmesi ve farklı politikaların yaratacağı etkilerin değerlendirilmesi*. Lucas kritiği, bu modellerin bir tahmin aracı olarak kullanımı konusuna bir eleştiri getirmezken, farklı politikaların ekonomi üzerindeki potansiyel etkilerinin değerlendirilmesinde bu modellerin kullanılamayacağını öne sürmektedir. Lucas'ın politikaların değerlendirilmesine yönelik eleştirisi, rasyonel beklendişler teorisinin basit bir ilkesine dayanmaktadır: Tahmin edilecek değişkenin davranış biçimi değiştiği zaman, bu değişkene ilişkin beklendişlerin oluşma biçimi (geçmişteki bilgilerle beklendişlerin ilişkisi) de değişir. Bu nedenle politikalar değiştiği zaman, beklendişler ve geçmişe ilişkin bilgiler arasındaki ilişkiler de değişir. Beklendişler ekonomik davranış üzerinde etkili olduğu için ekonometrik modeldeki ilişkiler de değişecektir. Bu durumda geçmişteki verileri kullanarak tahmin edilen ekonometrik model, politika değişikliklerinin yaratacağı sonuçların değerlendirilebileceği doğru model değildir ve oldukça yanıltıcı sonuçlar doğurabilir (Şıklar, 2004: 265-266).

### 1.3 Dünyada Enflasyonist Süreç ve Fiyat İstikrarı Kavramı

#### 1.3.1 Dünyada Enflasyonist Süreç

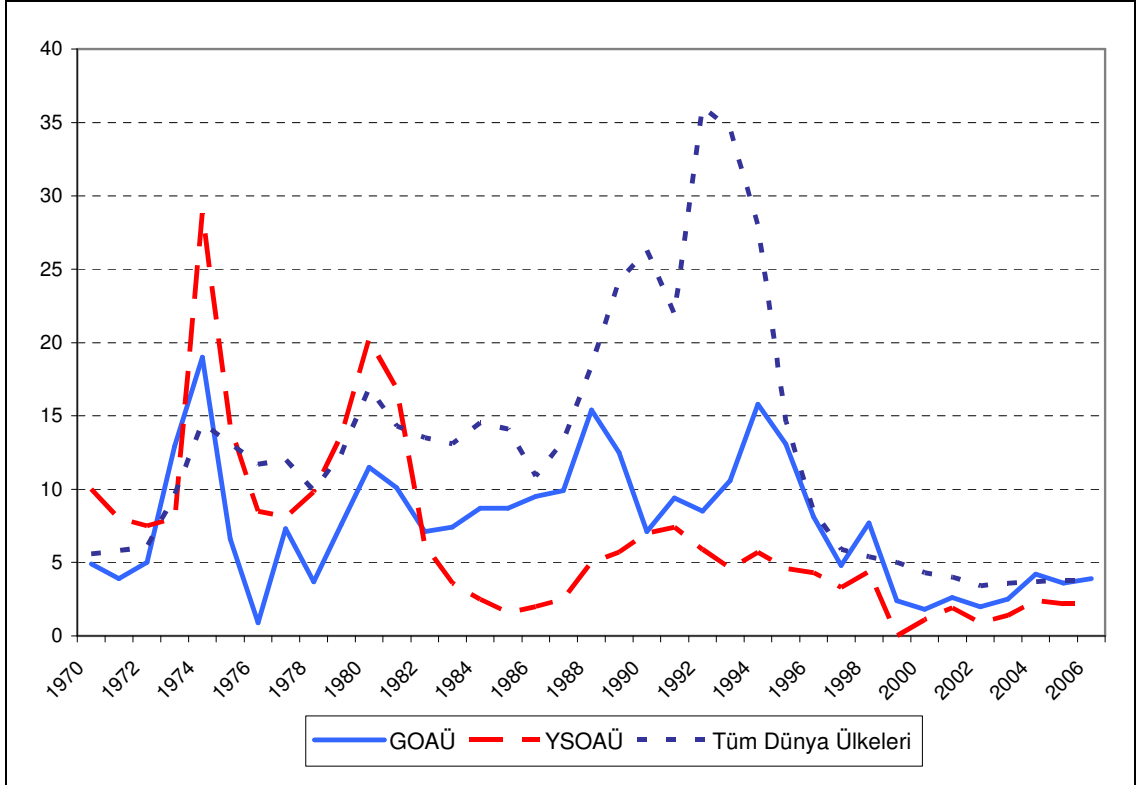
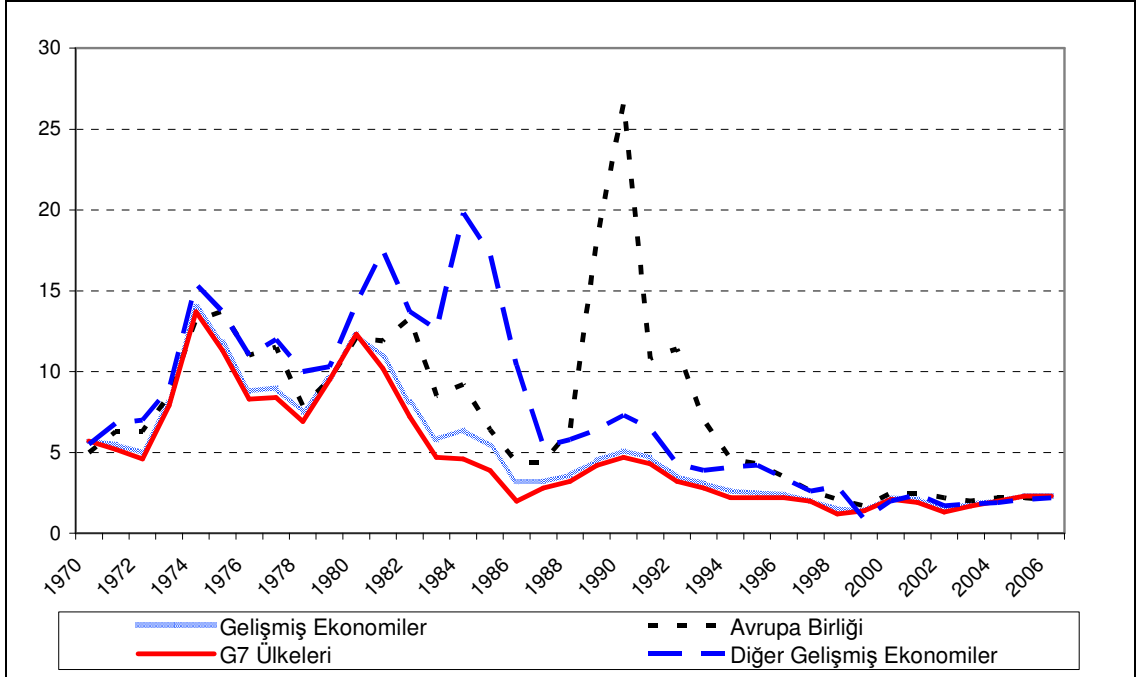
Dünyada enflasyonun geçmişine baktığımızda, zaman içerisinde ülkelerin fiyat istikrarı konusunda ciddi yol aldıkları görülmektedir. Zaman zaman, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler, ciddi enflasyon problemleri ile karşılaşmışlar ve hatta çeşitli nedenlerle enflasyon oranının binlerle ifade edildiği hiperenflasyon dönemleri de yaşamışlardır (Serdengeçti, 2002a: 10). Özellikle, bir tür sabit kur sistemi olan Bretton Woods sisteminin 1971 yılında çökmesi ve 1973-74 ile 1979-80'de yaşanan petrol krizleri, fiyatlar genel düzeyinin dünya çapında hızla yükselmesine yol açmıştır.

Grafik 1.1'de dünyadaki ülke grupları itibariyle, tüketici fiyatları enflasyonu yıllık yüzde değişme olarak, 1970-2006 dönemi için görülmektedir.<sup>9</sup> Grafiklerden de görüldüğü gibi, özellikle gelişmiş ekonomiler, AB ülkeleri, G7 ülkeleri, diğer gelişmiş ekonomiler (G7 ve Euro Bölgesi hariç) ve yeni sanayileşmekte olan Asya ülkelerinde (YSOAÜ), 1974 ve 1979'da yaşanan petrol şoklarının da etkisiyle enflasyon dramatik bir şekilde yükselmiştir. Bununla birlikte 80'li yılların başından itibaren enflasyon düşme eğilimine girmiş ve özellikle 90'lı yıllarla birlikte tüm dünyada hızla gerileyerek, fiyat istikrarına doğru giden bir patikaya yönelmiştir. Merkez ve Doğu Avrupa ülkeleri, diğer yükselen piyasa ve gelişmekte olan ülkeler ve gelişmekte olan Asya ülkelerinde (GOAÜ) ise enflasyondaki düşme trendinin, 80'lerle birlikte değil de 90'lı yılların başından itibaren gerçekleştiği dikkat çekmektedir.

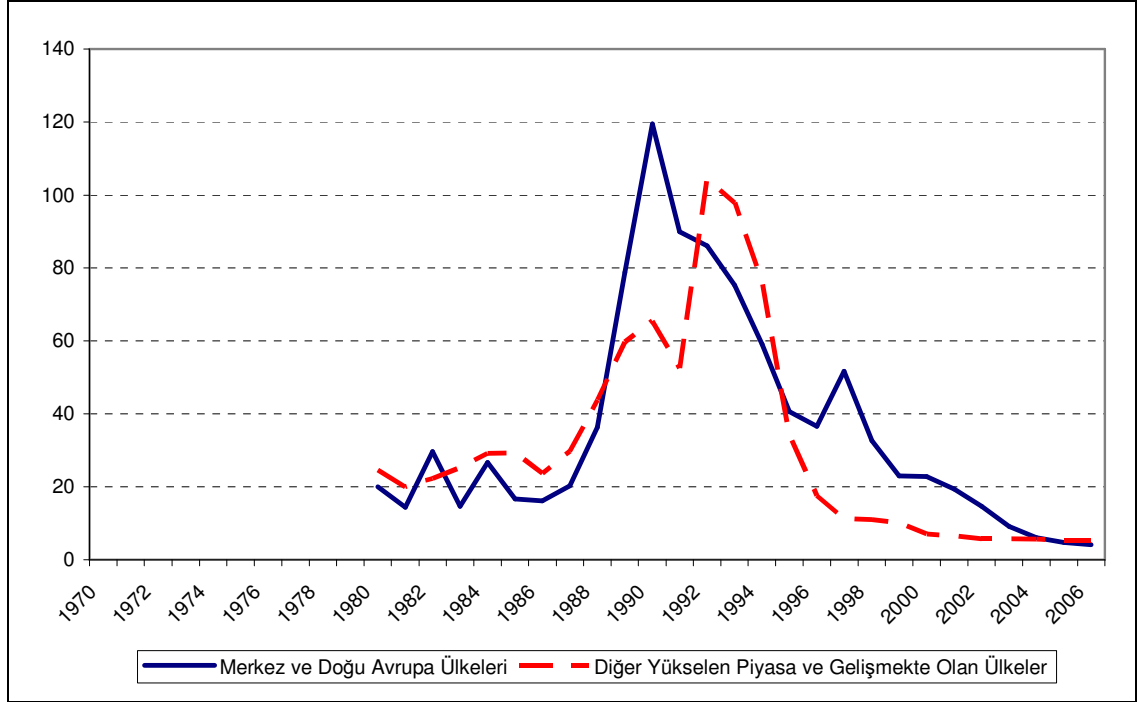
---

<sup>9</sup> Ülke grupları olarak, IMF (Uluslararası Para Fonu) tarafından her yıl ilkbahar ve sonbaharda olmak üzere iki kez yayımlanan "Dünya Ekonomik Görünümü (World Economic Outlook)" raporlarının ilgili veritabanlarında yer alan sınıflandırmalar kullanılmıştır. Grafikler, IMF – WEO Veritabanından yararlanılarak hazırlanmıştır. 1980 – 2006 dönemine ilişkin enflasyon oranları, Nisan 2006 WEO Veritabanı, 1970 – 1980 dönemi ise Eylül 2002 tarihli veritabanından temin edilmiştir.

**Grafik 1.1 Ülke Gruplarında Enflasyon Oranları: 1970-2006 (Yıllık % Değişim)**



**Grafik 1.1 - devam**



**Kaynak:** IMF – WEO veritabanından yararlanılarak hazırlanmıştır.

Fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik olarak, dünyada giderek artan bir şekilde uzlaşma sağlandığını vurgulamıştık. Bununla birlikte, literatüre baktığımızda hangi düzeydeki fiyat artış oranının, fiyat istikrarı amacına ulaşıldığını gösterdiği sorusunun cevabının ise net olarak verilmediği görülmektedir. Daha doğru bir ifadeyle, ülke deneyimleri incelendiğinde enflasyon hedeflemesi rejimlerine ilişkin fikir birliğine varılamamış olan ve günümüzde parasal iktisatçıların yoğun olarak araştırma kapsamı içerisinde olan önemli konulardan birisi optimal uzun dönem enflasyon hedefinin ne olacağı sorusudur (Mishkin and Hebbel, 2001: 26). Bu çerçevede, bundan sonraki bölümün kapsamını, bu konuya ışık tutacak şekilde literatürden yararlanarak fiyat istikrarının tanımlanması oluşturmaktadır. Ayrıca *sıfır enflasyon – pozitif enflasyon* tartışması da optimal uzun dönem enflasyon hedefi tartışmaları ile birlikte ele alınacaktır.

### 1.3.2 Fiyat İstikrarı Nedir?

*Fiyatlar*, genel fiyat düzeyi olarak yani belirli bir alanda ticareti yapılan tüm mal ve hizmetlerin ortalama fiyatı olarak tanımlanır. Bu yüzden fiyat istikrarı, bazı mal ve hizmetlerin fiyatlarında düşüş veya artış olmasına rağmen, tüm fiyatların ortalamasının istikrarlı olduğu durumu ifade eder (Bank of Japan, 2000: 5). Literatürde geniş çapta atf yapılan fiyat istikrarı tanımı ABD Merkez Bankası (FED) eski Başkanı Alan Greenspan tarafından yapılmıştır. Greenspan'a göre fiyat istikrarı en iyi şekilde; enflasyonun, hanehalkı ve firmalar tarafından dikkate almaya gerek duymayacakları ölçüde düşük ve istikrarlı olduğu bir iktisadi ortamı ifade eder (Greenspan, 2002: 6). Serdengeçti (2002a: 1) de Greenspan'ın tanımı çerçevesinde fiyat istikrarını, insanların yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymayacakları ölçüde düşük bir enflasyon oranı olarak tanımlamakta ve bugün için gelişmiş ülkelerde, yüzde 1 ile yüzde 3 arasındaki enflasyon oranlarının düşük enflasyon oranları olarak kabul edildiğini ifade etmektedir. Diğer taraftan Serdengeçti(2002a: 1), fiyat istikrarı kavramının düşük bir enflasyon oranının sağlanması yanında ayrıca bu oranın sürdürülmesi hususunu da kapsadığını vurgulamaktadır. Mishkin ve Hebbel (2001: 26) ise Greenspan'ın yapmış olduğu bu fiyat istikrarı tanımının makul olduğunu ve işlevsel olarak yüzde sıfır ile yüzde 3 arasındaki herhangi bir enflasyon oranının bu kriteri karşıladığını ifade etmektedirler. Yine benzer bir tanım, Japonya Merkez Bankası (Bank of Japan) tarafından yapılmaktadır. Buna göre fiyat istikrarı, hanehalkı ve firmalar gibi iktisadi ajanların fiyatlar genel düzeyindeki dalgalanmalar konusunda kaygılanmadan, tüketim ve yatırım gibi ekonomik aktivitelere ilişkin karar alabilecekleri ve enflasyonist ya da deflasyonist durumları içermeyen durum olarak tanımlanmaktadır (Bank of Japan, 2000: 9).

Bu noktada enflasyon ve deflasyon kavramlarının tanımlarına da değinmek faydalı olacaktır. *Enflasyon*, fiyatlar genel düzeyindeki sürekli artışı ifade etmektedir. Enflasyonun düşmesi; fiyatların düşmesi değil, fiyatların daha az artması anlamına gelmektedir. *Deflasyon* ise fiyatlar genel düzeyindeki düşüşü ifade etmektedir. Yani deflasyon negatif enflasyon anlamına gelmektedir. Diğer taraftan deflasyon, fiyatların

artış hızının azalması (yani enflasyonun düşmesi) anlamına gelen *dezenflasyon* ile karıştırılmamalıdır.

Avrupa Merkez Bankası (ECB) Yönetim Komitesi (Governing Council)'nin ECB web sitesinde duyurduğu fiyat istikrarı tanımı ise: “Euro bölgesinde uyumlaştırılmış TÜFE endeksi (*Harmonised Index of Consumer Prices - HICP*) artış oranının, yıllık bazda %2'nin altında fakat %2'ye yakın olması” şeklinde belirtilmektedir.<sup>10</sup> Diğer taraftan fiyat istikrarının orta vadede sağlanacağı vurgulanmıştır. Ayrıca ECB, fiyat istikrarının neden %2'nin altında fakat %2'ye yakın olması gerektiğinin sebeplerini de şu şekilde açıklamıştır:

- Deflasyon riskinden kaçınmak: Deflasyona karşı böyle bir güvenlik payının oluşturulması (safety margin) önemlidir, çünkü nominal faiz oranları sıfırın altına düşemez. Deflasyonist bir ortamda, para politikası faiz oranı aracını kullanarak, toplam talebi yeterince canlandıramayabilir. Bu para politikasının deflasyonla olan mücadelesini, enflasyonla olan mücadelesinden daha da zor hale getirebilir.
- HICP kullanılarak ölçülen enflasyon oranlarında, küçük fakat pozitif sapmaların olması nedeniyle, HICP enflasyonunun gerçek enflasyonu olduğundan biraz daha şişirme olasılığının hesaba katılması ve,
- Euro Bölgesi ülkeleri arasındaki enflasyon farklılıklarının giderilmesi.

Fiyat istikrarı tanımının ya da hedefinin belirli bir sayısal değer ile ifade edilip edilmemesine göre, merkez bankaları üç grupta sınıflandırılabilir. İlk gruptakiler, enflasyon hedeflemesini benimseyen ve para politikasını hedefe ulaşmak için uygulayan merkez bankalarıdır. Örneğin İngiltere, Kanada, İsveç ve Yeni Zelanda Merkez Bankaları bu grupta yer almaktadır. İkinci grupta yer alanlar ise, fiyat istikrarını sayısal bir değer ile ifade edenlerdir. Örneğin ECB, enflasyon hedeflemesini benimsememiştir, fakat fiyat istikrarını, uyumlaştırılmış TÜFE endeksinin (HICP) artış oranının yıllık

---

<sup>10</sup> Bkz.: <http://www.ecb.int/mopo/strategy/pricestab/html/index.en.html>. Ayrıca, daha detaylı bilgi için, ECB tarafından fiyat istikrarına ilişkin hazırlanan şu çalışmalara bakılabilir: Castelnovo, Nicoletti-Altimari ve Rodriguez-Palenzuela (2003), ve ECB (2000).

bazda %2'nin altında fakat %2'ye yakın olması şeklinde nicel olarak tanımlamıştır.<sup>11</sup> Üçüncü grupta ise, fiyat istikrarının kavramsal tanımı yapılmakta, fakat fiyat istikrarı için sayısal bir hedef ya da nicel bir tanım yapılmamaktadır. Amerika Merkez Bankası (FED) buna örnek gösterilebilir (Bank of Japan, 2000: 9).

### 1.3.3 Sıfır Enflasyon – Pozitif Enflasyon Tartışmaları

Fiyat istikrarının sağlandığını söylemek için hangi düzeydeki enflasyon oranının yeterli olduğu konusunda 2 farklı yaklaşımdan bahsedilmektedir. Yaklaşımlardan birisi, fiyat istikrarının ancak sıfır enflasyon oranında sürdürülebileceğini ileri sürerken, diğer yaklaşım düşük ancak pozitif bir enflasyon oranının gerekli ve yeterli koşul olduğunu ileri sürmektedir (DPT, 2005: 127-128);

1. Sıfır enflasyon politikası, uzun dönemde enflasyon ile işsizlik arasında bir ödünleme (trade-off) ilişkisi olmadığı görüşünden hareket etmektedir. Buna göre, pozitif bir enflasyona yönelik taahhütler hiçbir fayda sağlamayacaktır ve para otoritesi bir kez bir miktar enflasyonu kabul ederse, yüksek enflasyonla mücadele konusunda kararlı olduğuna inanılmayacaktır.
2. Sıfır yerine düşük, ancak pozitif bir enflasyon oranının, fiyat istikrarından söz edilebilmesi için yeterli veya kabul edilebilir düzey olarak ortaya konmasının biri ölçüm diğer ikisi teorik gelişmelerde temelini bulan üç gerekçesi bulunmaktadır:
  - Öncelikle resmi enflasyon ölçümlerinin, ölçüm problemleri nedeniyle, sabit fayda sağlayan bir mal ve hizmet sepetinin satın alma maliyeti artış oranını gereğinden yüksek tahmin etme eğiliminde olduğu ileri sürülmektedir. Bu nedenle ölçüm problemlerini de dikkate alacak şekilde, minimum bir enflasyon oranının kabul edilmesi uygun görülmektedir.<sup>12</sup> Bu konuda, Bernanke ve Mishkin (1997: 110) de, son zamanlarda yapılan çoğu

<sup>11</sup> Bu arada ECB fiyat istikrarına yönelik açıklamalarında, “enflasyon hedeflemesi” tabirini kullanmayarak, herhangi bir enflasyon tahmini yapmamakta, enflasyon hedefine yönelik örtülü ya da açık bir şekilde bir zaman aralığı konusunda yorum yapmaktan kaçınmaktadır (Öğretmen, 2004: 17).

<sup>12</sup> Bu noktada, ürünlerin kalitelerindeki değişimin ve yeni ürünlerin ekonomiye etkilerinin bilinen fiyat endekslerince tam olarak yansıtılamaması önem arz etmektedir. Gerçek anlamda sıfır enflasyonun, bilinen endekslerde bir miktar enflasyona denk geldiği kabul görmektedir (Karasoy, Saygılı ve Yalçın, 1998: 21).

araştırmanın, resmi tüketici fiyatları enflasyon oranlarının gerçek enflasyon oranlarını abartarak sunma eğiliminde olduklarını öne sürdüğünü vurgulamışlardır. Buna sebep olarak da, sabit ağırlıklı endekste ki ikame sapması<sup>13</sup> ve kalite değişiminin yeterli biçimde dikkate alınamaması gösterilmektedir. Bernanke ve Mishkin ayrıca, ABD ekonomisi için yapılan çalışmaların, enflasyondaki bu sapmanın yıllık olarak % 0,5 – 2,0 aralığında olduğunu ortaya çıkardığına değinmiş, bu yüzden de gerçekte uygulamada eğer merkez bankası gerçek enflasyon oranını sıfır olarak takip etmeyi seçmişse bile ölçülen enflasyon için hedefin sıfırdan büyük olması gerektiğini belirtmişlerdir.

- Merkez bankasının, sıfır yerine pozitif bir enflasyon oranının üzerinde durması gerektiği düşüncesinin birinci teorik temeli, nominal faizlerle ilgilidir. Nominal faizler sıfır sınırı üzerine kuruludur. Sıfır sınırına göre, enflasyon oranı sıfıra doğru düştükçe, nominal faiz oranları da reel faiz oranlarına doğru düşmektedir. Sıfır sınırı nedeniyle nominal faiz oranlarının daha fazla düşmesi mümkün olmamakla birlikte, enflasyonun sıfırın altına düşmesi mümkündür. Negatif enflasyon yani deflasyon durumunda ise reel faiz oranlarının artması söz konusu olacaktır. Bu nedenle, reel faiz oranlarının negatif talep şoklarına tepki olarak artması halinde, merkez bankası söz konusu şoklara reel faiz oranlarını düşürerek karşılık verme yeteneğini büyük ölçüde kaybedecektir. Bu bahsedilen problemin ortaya

---

<sup>13</sup> *İkame sapması*, tüketicilerin görece fiyatlarıdaki değişimlere tepki olarak satın alma davranışlarını değiştirmeleri durumunda, sabit ağırlıklı Tüketici Fiyatları Endeksi'nde ortaya çıkmaktadır (Johnson ve diğerleri, 2005: 3). Daha detaylı bir şekilde ifade etmek gerekirse, Tüketici Fiyatları Endeksi sabit ağırlıklı bir endeks olduğundan, satın alma alışkanlıklarında meydana gelen değişimleri yeterince yansıtamamaktadır. Fiyatlar genel düzeyi arttıkça, görece fiyatlar da değişmektedir. Bazı fiyatlar ortalamadan daha hızlı artarken, bazıları da daha yavaş artmaktadır. Mallar makul derecede birbirine yakın ikame olduklarında, tüketiciler harcama kalıplarını değiştirebilirler ve fiyatı yavaşça artmakta olan maldan görece olarak daha fazla ve fiyatı daha hızlı artmakta olan maldan da daha az alabilirler. Eğer bir kez tüketicilerin satın alma kalıpları görece fiyatlardaki değişmeye tepki verdiğinde toplam tüketici tatmini değişmemişse, o zaman sabit bir mal ve hizmet sepetine dayalı fiyat endeksi yaşam standardındaki maliyet artışını abartacaktır. Çünkü Tüketici Fiyatları Endeksi, sınırlı bir boyutta da olsa, tüketicilerin harcama kalıplarını değiştirmek suretiyle kendilerini enflasyondan izole etme yeteneklerini hesaba katmadığından tüketicilerin sabit bir yaşam standardını sürdürebilmeleri için toplam harcamalarını ne kadar arttırmaları gerektiği hususunu aşırı tahminler. Bu durum "*ikame sapması*" olarak nitelendirilir (Cashell, 2006: 2).

çıkması için, ekonominin sıfır değil düşük ve pozitif bir enflasyon oranına doğru yönlendirilmesi önerilmektedir.

- Sıfır enflasyon oranından kaçınılması gerektiği yönündeki argümanların ikinci teorik gerekçesi ise işgücü piyasaları ile ilgilidir. Bu gerekçe, fiyatların gerçek dünyada aşağıya doğru katı olduğu ve düşük seviyeli enflasyonun bu problemi çözmede sıfır enflasyon durumuna göre daha başarılı olduğu şeklindedir. Çok bilinen bir örnek ücretlerin katılığı görüşüdür. Ücretlerdeki katılık, çalışanların nominal ücretlerde bir azalışa tepki verirken reel ücretlerdeki gerilemelerin o kadar da tepki ile karşılaşmadığı gözlemine dayanmaktadır (Karasoy, Saygılı ve Yalçın, 1998: 21). Bu görüşte, düşük ve pozitif bir enflasyon oranının, reel ücretlerin düşmesini sağlayarak, daha az etkin hale gelmiş işgücünün nominal ücretini düşürmeyi engelleyen piyasa katılıklarının etkisini telafi edeceği ileri sürülmektedir.

#### **1.3.4 Deflasyon ve Para Politikası**

Japonya Merkez Bankası'nın fiyat istikrarı tanımında da vurgulandığı üzere, fiyat istikrarı sadece enflasyonist değil aynı zamanda deflasyonist durumları da içermeyen durum olarak tanımlanmaktadır. Yani, enflasyon gibi deflasyon da arzu edilmeyen bir iktisadi duruma işaret etmektedir. Bu kapsamda, sıfırın üzerinde bir uzun dönem enflasyon hedefinin belirlenmesi gerektiğini ileri süren argümanlardan bir diğerine göre, böyle bir hedefin gözetilmesi ekonominin deflasyon durumuna düşme riskini azaltacaktır. Mishkin (1990 ve 1997b) tarafından da vurgulandığı üzere, sanayileşmiş ülkelerde finansal istikrarsızlık dönemlerini tetikleyen en önemli faktörlerden birisi deflasyondur (Mishkin ve Hebbel, 2001: 27). Bu kapsamda sürekli bir deflasyonun, ve özellikle de beklenmedik bir şekilde oluşmuşsa, finansal sistemin normal işleyişine müdahale ederek ciddi sorunlar yaratabileceği ve bir iktisadi daralma başlatabileceği vurgulanmıştır (Bernanke ve Mishkin, 1997: 110). Daha detaylı olarak belirtmek gerekirse, borç sözleşmelerinin genellikle oldukça uzun vadeli olduğu Japonya gibi ekonomilerde, enflasyondaki beklenmedik bir düşüş veya deflasyon

firmaların net değerlerinde azalmaya yol açacaktır. Uzun vadeli borç sözleşmeleri, beklenen enflasyonu hesaba katacak şekilde, oldukça uzun bir süre için nominal olarak sabit faiz ödemelerine sahiptir. Enflasyon, 1990’larda Japonya’da olduğu gibi, beklenenden düşük gerçekleşirse firmaların yükümlülükleri reel olarak artar ve böylece borç yükünde de artış olacaktır, bununla birlikte firmaların varlıklarında reel olarak bir artış olmayacaktır. Sonuç olarak, net değer reel olarak azalacaktır. Bu yüzden, beklenmedik keskin bir dezenflasyon veya özellikle bir deflasyon, reel net değerde önemli derecede bir azalmaya ve borç verenlerin karşılaştığı “ters seçim (adverse selection)” ve “ahlaki tehlike (moral hazard)”de artışa yol açar. Ters seçim ve ahlaki tehlikedeki bu artış, ayrıca yatırım ve iktisadi aktivitede azalışa yol açacaktır (Mishkin, 1998: 9).<sup>14</sup>

Tarihsel olarak geçmişe baktığımızda, gerçekten de deflasyonun, 1930’larda olduğu gibi, konjonktürün derin durgunluk ve hatta depresyon dönemleriyle birlikte ortaya çıktığı görülmüştür ve Japonya’da son yıllarda yaşanan deflasyon, finansal sistemi ve ekonomiyi zayıflatan faktörlerden birisi olarak karşımıza çıkmıştır (Mishkin, 1999: 20).<sup>15</sup> Mishkin (1997b), bu çerçevede, fiyat istikrarı amacının sadece enflasyonun düşük düzeyde tutulması gerektiği değil, ayrıca fiyat deflasyonundan da kaçınılması gerektiği anlamına geldiğini vurgulamıştır. Mishkin (1997b) yaptıkları analiz, ABD’deki Büyük Buhran ve son Japonya örneğinde olduğu gibi, fiyat deflasyonlarının sanayileşmiş ülkelerde finansal istikrarsızlığı tetikleyen önemli bir faktör olduğunu ve hatta uzun dönemli bir finansal krize yol açtığını gösterdiğini belirtmiştir. Bu kapsamda, finansal istikrarsızlığın önlenmesi merkez bankalarının fiyat deflasyonlarını önlemek için neden çok sıkı çalışmaları gerektiğini de açıklamaktadır. Fiyat deflasyonunun önlenmesi, fiyat istikrarı hedefinin bir unsuru olarak enflasyonun önlenmesi kadar önemlidir (Mishkin, 1997b: 91-92).

---

<sup>14</sup> Sanayileşmiş ülkelerdeki borç sözleşmelerinin genellikle uzun vadeli olması nedeniyle, olası bir deflasyonun hanehalkı ve firmaların reel borçlülüğünü artırarak net değerde bir azalmaya ve firma bilançolarında bozulmaya yol açma olgusunu, Fisher (1933) “borç deflasyonu” olarak nitelendirmiş ve 1929 “Büyük Buhranı”ndaki iktisadi çöküntüyü tetikleyen önemli bir faktör olarak görmüştür (Mishkin ve Hebbel, 2001: 27-28).

<sup>15</sup> Bununla birlikte, Bordo ve Filardo (2005: 26) deflasyonun; resesyon (durgunluk), buhran ve kriz ile birlikte ortaya çıkmasının zorunlu olmadığını ileri sürmüştür. Bordo ve Filardo (2005) çalışmalarında, para politikası ve deflasyon olgusunu tarihsel bir perspektifte incelemişlerdir.

Ekonomi bir kez deflasyon sorunu ile karşılaştığında, bu süreç ekonominin, para politikası için birtakım kısıtlamalar yaratabilecek sorunlar yumağı ile karşılaşmasına yol açacaktır. İlk olarak ekonomi, kısa vadeli faizler aracılığıyla işleyen para politikasının ekonomiyi deflasyon durumundan çıkarmada etkisiz kalacağı bir deflasyonist tuzağa düşebilir, çünkü nominal faiz oranı sıfırın altına düşürülemez. İkinci olarak, merkez bankası, piyasalar ve kamuoyunun para politikasının ekonomiyi tekrar eski sağlıklı yapısına döndürecek genişlemeye yönelik olarak kullanılabileceğine ikna olmadıkları bir ciddi güvenilirlik problemi ile karşılaşabilir. Bunlar tam olarak bugün Japonya’da görülen problemlerdir (Ito ve Mishkin, 2004: 38). Gerçekten de, yaygın bir görüşe göre, merkez bankası kısa vadeli nominal faiz oranlarını sıfıra yaklaştırdığında (veya sıfıra düşürdüğünde), para politikasının ekonomiyi canlandırmak için yapabileceği hiçbir şey kalmamış demektir. Yani faiz oranları sıfıra düşünce para politikası etkinliğini kaybetmektedir (Mishkin, 1996: 42). Bu durum, iktisat ders kitaplarından da bildiğimiz ve John Maynard Keynes tarafından *likidite tuzağı* olarak adlandırılan durumdur. Özetle likidite tuzağı, ekonomide faiz oranlarının en düşük seviyeye inmiş olduğu ve para arzını arttırarak faiz oranlarını daha fazla düşürmenin mümkün olmadığı durumdur. Ito ve Mishkin (2005: 6) ise bu durumu “likidite tuzağı”ndan ziyade, “deflasyonist tuzak” olarak nitelendirmeyi tercih etmişlerdir. Bunun nedeni olarak da, geleneksel Keynesyen modelin ileri sürdüğü bu likidite tuzağı durumunda olduğu gibi, para politikasının bu durumda etkin olmadığı görüşüne katılmadıklarını belirterek açıklamışlardır. Gerçekten de, nominal faizlerin sıfıra inmesi durumunda para politikasının etkin olmadığı görüşünün, Mishkin (1996) tarafından da ileri sürülen nedenlerle doğru olmadığı ifade edilmiştir. Para politikası; kısa vadeli borç senetleri, tahvillerin yanı sıra diğer birçok varlık fiyatları aracılığıyla da işlemektedir. Bu yüzden kısa vadeli faiz oranı sıfır sınırına ulaşsa bile, para politikası hala etkin olabilir (Mishkin ve Hebbel, 2001: 28). Mishkin (1996), para politikası aktarım mekanizması kanallarını; geleneksel faiz oranı kanalı, diğer varlık fiyatları kanalı (döviz kuru kanalı ve hisse senedi fiyatı kanalı) ve kredi kanalı olarak sıralamıştır. Mishkin (1996)’e göre, ekonomideki likiditeyi arttırmaya yönelik bir genişletici para politikası açık piyasa alımları aracılığıyla uygulanabilir, ki bu açık piyasa alımları sadece kısa vadeli devlet tahvillerinde olmak zorunda değildir. Bu artan likidite, fiyatlar genel düzeyi beklentilerini ve diğer varlık fiyatlarını artırarak,

ekonominin yeniden canlanmasına yardımcı olur ve bu da daha önceden bahsedilen kanallar aracılığıyla toplam talebi canlandırır. Bu nedenle, para politikası, deflasyon problemi yaşayan ve kısa vadeli faizleri sıfır sınırında olan ekonomilerin yeniden canlanması için kuvvetli bir araç olabilir. Gerçekten de maliye politikasına özgü gecikmeler ve onun kullanımındaki politik kısıtlamalar nedeniyle, genişletici para politikası, deflasyon sorunu yaşayan ekonomilerin yeniden canlanması için gerekli olan anahtar politika eylemidir (Mishkin, 1996: 42).

Özetle, faizlerin sıfıra düştüğü deflasyon dönemlerinde etkinliğini kaybetmemekle birlikte, para politikasının uygulanmasındaki genel kılavuzun artık yararlı olmaması nedeniyle para politikasının zorlaştığı söylenebilir (Mishkin ve Hebbel, 2001: 28).<sup>16</sup>

Bölüm 1.3'te sıfır enflasyon – pozitif enflasyon tartışmaları eşliğinde fiyat istikrarı kavramının tanımına yer verilerek, uzun dönem optimal enflasyon hedefinin ne olması gerektiği konusuna değinilmiştir. Bu yapılan tartışmalar bağlamında sonuç olarak, sıfır enflasyon politikasını savunan görüşlere ve deflasyon riskinin ekonomide yol açacağı hasarlar nedeniyle pozitif fakat düşük bir enflasyon seviyesini savunan argümanlara karşılık, uzun dönem optimal enflasyon hedefinin ne olması gerektiği sorusunun hala tam olarak belirli olmadığı görülmektedir. Buna karşılık ülke deneyimlerine baktığımızda, enflasyonu hedefleyen tüm ülkelerin uzun dönem enflasyon hedeflerini sıfırın biraz üzerinde olmak üzere ve % 1-3 aralığında belirlediği görülmektedir (Mishkin ve Hebbel, 2001: 30).

### **1.3.5 Enflasyonun Maliyetleri**

Enflasyon, önemli iktisadi ve sosyal maliyetleri olan bir sorun olarak karşımıza çıkmaktadır. Ülke deneyimlerine baktığımızda, yüksek enflasyon sorununu çözebilmiş olan ülkelerde gündeme gelen yeni problemin 'enflasyonun hangi düzeyde tutulması

---

<sup>16</sup> Ekonomi deflasyonist sarmala girdiği zaman ekonomiyi bu sarmaldan çıkarmak için yapılabilecek stratejiler Ito ve Mishkin (2004) tarafından özetlenmiştir. Detaylar için bkz. Ito ve Mishkin (2004: 38-50).

gerektiği' sorusu olduğu ve fiyat istikrarına ulaşma amacının yerini de “istikrarın sürdürülmesi” konusunun aldığı görülmektedir. Diğer taraftan, fiyat istikrarından sözü edilebilecek kadar düşük enflasyon oranlarının yakalanamadığı ülkelerde ise, enflasyonun yol açtığı maliyetlerin ve fiyat istikrarını sağlamanın öneminin birincil önceliğini koruduğu görülmektedir. Bu gibi ülkelerde fiyat istikrarının para politikasının birincil hedefi haline getirilmesini anlayabilmek için, öncelikle enflasyonun yol açtığı iktisadi ve sosyal maliyetlerin irdelenmesi gerekmektedir (DPT, 2005: 128). Ülkemizin de henüz fiyat istikrarını sağlayamadığı düşünüldüğünde, bu çerçevede enflasyonun maliyetlerinin kısaca hatırlatılması yararlı olacaktır. Aslında, enflasyonun maliyetleri konusu tek başına incelenebilecek kapsamlı bir konudur. Bu yüzden bu bölümde, bu konuya mümkün olduğunca kısa ve maddeler halinde değinilmeye çalışılmıştır.

Genel olarak ifade edecek olursak, enflasyon; karar alma sürecinde, yatırım sürecinde, kredi piyasasında, işgücü piyasasında, dış piyasalarda ve toplumsal alanda çeşitli maliyetler içermektedir (TCMB, 2004a: 6-9). Literatürde genelde enflasyonun maliyetlerinin, öngörülen ve öngörülemeyen enflasyon ayrımı dikkate alınarak ortaya konduğu görülmekte ve bunun daha uygun bir yaklaşım olduğu ifade edilmektedir.<sup>17</sup>

**Öngörülen enflasyonun** üç önemli maliyetinden bahsedilmektedir. Bunlardan ilki, ayakkabı derisi maliyetidir. Bilindiği üzere, etkin işleyen finansal piyasalarda enflasyon beklentileri faiz oranlarına dâhil edilmektedir. Bu durumda enflasyon, likit balans tutma maliyetlerini attırarak para talebini düşürmektedir.<sup>18</sup> Para talebinin sosyal olarak optimal düzeyin altına düşmesi nedeniyle, toplumsal bir refah kaybını ifade eden **“ayakkabı derisi maliyeti (shoe - leather cost)”** ortaya çıkmaktadır. Bu belirtilen maliyet, insanların aynı işlem düzeyini sürdürebilmesi için eskisinden daha fazla finansal işlem yapma ihtiyacından ortaya çıkmaktadır. İnsanlar, günlük harcamalarını yapabilmek için, enflasyon nedeniyle ellerinde bulundurdukları daha az likit finansal

---

<sup>17</sup> Bu konudaki ayrım için bkz. DPT(2005; 128), Dornbusch ve Fischer (1998; 523), Begg ve diğerleri (1994; 503-504).

<sup>18</sup> Bilindiği üzere, elde nakit para tutmanın bireye bir maliyeti söz konusudur. Bu maliyet, faiz getirici bir varlığı elde tutmayarak vazgeçilen faizdir. Enflasyon oranları yükseldiği zaman, nominal faiz oranları yükselir, elde nakit para tutmaktan doğan faiz kayıpları artar ve bu yüzden de elde nakit para tutmanın maliyeti artar. Bu nedenle nakit para talebi düşer.

varlıkları, nakde dönüştürmek için banka şubelerine ya da döviz bürolarına öncekine göre daha sık gitmektedirler (DPT, 2005: 129).

Öngörülen enflasyonun ikinci maliyeti ise, “**menü maliyeti**” olarak tabir edilen ve firmaların fiyat kataloglarını sıkça değiştirmek zorunda kalmasını ifade eden durumdur. Enflasyonun menü maliyetleri ile, fiyatlar arttığı ya da düştüğü zaman fiyat etiketlerinin yeniden yazılması için gereken fiziki kaynaklar kastedilmektedir. Burada belirtilmesi gereken nokta, enflasyonun tam olarak beklendiği (full anticipated inflation) ve ekonominin enflasyona tam olarak ayarlandığında durumlarda bile, ayakkabı derisi maliyetleri ve menü maliyetlerinden kaçınmanın mümkün olmadığı gerçeğidir (Begg vd., 1994: 502-503).

Öngörülen enflasyonun yol açtığı üçüncü maliyet, vergi sistemi ile enflasyon arasındaki etkileşimden ortaya çıkmaktadır. Bu etkileşim, ekonominin işleyişi açısından birtakım caydırıcı etkiler ve etkisizlikler yaratabilmektedir. Söz konusu caydırıcı etkiler gerek tüketim gerekse yatırım yapma güdülerini itibariyle ortaya çıkmaktadır. Artan oranlı vergi sisteminin yürürlükte olduğu ülkelerde, kişisel gelir vergisi enflasyona göre uyarlanmadığı takdirde, vergi mükellefleri nominal gelirlerindeki artış nedeniyle bir üst vergi dilimine çıkmakta, böylece reel gelire uygulanan vergi oranı artmaktadır. Bu durum özel tüketim harcamalarını olumsuz bir şekilde etkilemektedir. Duruma firmalar açısından bakıldığında ise, kurumlar vergisi ödendikten sonraki reel karlılığın düşmesinden kaynaklanan olumsuz bir etki söz konusu olmaktadır. Bu durum da yatırım harcamaları üzerinde azaltıcı bir etkiye yol açmaktadır (DPT, 2005: 129).

**Öngörülemeyen enflasyonun** ise çok daha önemli maliyetleri bulunmaktadır. Enflasyonun beklenenden farklı çıkması durumunda (sürpriz enflasyon) uzun dönemli ve sabit parasal değerli sözleşmeler yapan insanların ödeyecekleri maliyetlerin reel değerleri, başlangıçta beklediklerinden farklı olacaktır. Uzunca bir süre enflasyonla iç içe yaşamış ekonomiler endeksleme yoluyla enflasyona önemli ölçüde uyum sağlarken, enflasyonla ilgili fazla tecrübesi olmayan ekonomilerde sürpriz enflasyonlar daha yıkıcı olacaktır (Yıldırım ve Karaman, 2005: 328-329). Enflasyonist süreçlerin gerek

enflasyon oranı gerekse görelî fiyatlar itibariyle önemli bir değişkenlik ve belirsizlik taşımaları, öngörülmedik enflasyonun maliyetli olmasına yol açmaktadır. Bu bağlamda, enflasyonun maliyetlerini şu şekilde sıralayabiliriz:

- Enflasyondaki belirsizlik, faiz oranlarına bir risk priminin ilave edilmesine yol açmakta ve faiz oranlarındaki artış yatırım kararlarını olumsuz yönde etkilemektedir (DPT, 2005: 129).
- Yatırımların verimliliği de yüksek enflasyondan olumsuz bir şekilde etkilenmektedir. Enflasyonist bir ortam bireylerin ve firmaların, birikimlerini enflasyondan korumak için üretken olmayan yabancı para (döviz), altın, gayrimenkul gibi alanlara yöneltmelerine neden olur (TCMB, 2004a: 7). Yatırımların vadeleri kısalmır ve ekonomideki kaynaklar tekrar üretken alanlara dönmeyerek, ülkenin gerçekleştirebileceği üretimden daha düşük miktarda üretmesine neden olur Serdengeçti (2002a: 3).
- Yüksek enflasyonun yarattığı belirsizlik ortamı, tüketicilerin ve üreticilerin fiyat algılamalarının bulanıklaşmasına neden olur, her şeyin fiyatı sürekli orantısız arttığı için neyin ucuz, neyin pahalı olduğunu anlamak zorlaşır. Fiyat mekanizmasının bilgi taşıma fonksiyonu zarar görür. Nispi fiyat değişimleri kolay ayırt edilemez, sağlıklı karar alabilmek için gerekli ve yeterli bilgi sağlanamaz. Serbest rekabet sisteminde kaynak tahsisi nispi fiyatlara dayanarak yapıldığı için nispi fiyat yapısındaki bozulmalar kaynak tahsisinin etkinliğini azaltacaktır (TCMB, 2004a: 6 ve Yıldırım ve Karaman, 2005: 328). Kaynak tahsisinin etkinliğin bozulması nedeniyle de kaynak aktarımının da adil olması sağlanamaz. Bu çerçevede Serdengeçti (2002a: 4)'ün de ifade ettiği gibi, enflasyon ekonomide kaynaklar üzerinden gerçekleşen bir çeşit yolsuzluktur.
- Yüksek enflasyonun uzun süreli yaşandığı ülkelerde, iktisadi yapı büyük ölçüde kısa vadeli sözleşmelere dayalı hale gelmektedir. Ekonomide kısa vadeci yaklaşımın ağırlık kazanmasıyla birlikte, kaynakların uzun vadeli sözleşmeler gerektiren üretken faaliyetlerden kısa vadeli finansal faaliyetlere kaydırılarak, finansal sektöre aşırı yatırım yapılması ekonominin büyümesi için kullanılabilir kaynak miktarını azaltmaktadır (DPT, 2005: 129-130).

- Uzun yıllar boyunca enflasyonun yüksek seyretmesi ayrıca, bireylerin artık karar alırken gelecekte çok geçmişe bakma alışkanlığı edinmelerine ve fiyatların yükseleceği yönünde beklentiye girmelerine yol açar. Bu durum enflasyonun kendi kendini beslemesine yol açarak düşmesine engel olmaktadır ve enflasyonun atalet kazanmasına yol açmaktadır (TCMB, 2004a: 6 ve Serdengeçti, 2002a: 4).

Yukarıda enflasyonun karar alma süreci ve yatırım sürecinde yarattığı olumsuz etkilere değinilmiştir. Şimdi de enflasyonun kredi piyasası, işgücü piyasası, dış piyasa ve toplumsal alanda yol açtığı maliyetlere kısaca değinilecektir.

- Yüksek enflasyonist ortamlarda, finans piyasalarının gelecekle ilgili öngörü yapabilmeleri zorlaşmakta, bu da kredi piyasasının verimliliğini ve dolayısıyla kullanılacak kredi miktarını düşürmektedir. Sonuç olarak hem tüketicilerin hem de üreticilerin özellikle uzun vadelerde kredi alabilmeleri zorlaşır (TCMB, 2004a: 7 ). Diğer taraftan, yüksek enflasyon süreci faiz oranlarının yükselmesine neden olarak, bankacılık kesiminde ters seçim (adverse selection) ve ahlaki yozlaşma (moral hazard) problemlerini güçlendirmekte, bu da büyüme sürecini olumsuz yönde etkilemektedir (DPT, 2005: 130-131).
- Yüksek enflasyon ortamı, işgücü piyasasının da verimli çalışmasını engeller. Enflasyonun neden olduğu bir dengesiz iktisadi büyüme işgücü talebinde de dengesizliğe yol açmaktadır. İstikrarlı olmayan bir iktisadi ortamda, çalışmak isteyenler, hele vasıfsız iseler, geç iş bulurlar ve işlerini erken kaybederler (TCMB, 2004a: 8 ve Serdengeçti, 2002a: 3).
- Yüksek enflasyonist ortam, neden olduğu belirsizlik vasıtasıyla ülkenin diğer ülkelere karşı olan rekabet edebilme gücünü zayıflatacak ve ülke dışı sermaye piyasalarına erişimi kısıtlayacaktır. Diğer taraftan da, ülkenin büyümesi ve istihdamı açısından önem arz eden uzun vadeli doğrudan yatırımların ülkeye gelmesini engelleyerek, daha çok kısa vadeli ve spekülatif sermayenin ülkeye girmesine yol açar ve bu da ekonominin dış şoklara karşı kırılganlığını arttırıcı bir unsur olur (TCMB, 2004a: 8 ve Serdengeçti, 2002a: 3).

- Enflasyonun neden olduğu bir diğer önemli olumsuzluk, toplumsal alanda yol açtığı maliyetler dâhilinde olmaktadır. Enflasyon dolayısıyla ortaya çıkan belirsizlik, sosyal ve siyasal ilişkilerde kısa vadeli, çıkarıcı ve ahlaki olmayan davranışları arttırmaktadır. Ayrıca, enflasyon sadece bireylerin birbirine olan güvenini değil, yöneticilere duyulan güveni de sarsarak yönetime olan inancın azalmasına hatta kaybolmasına neden olur. Aldatılma duygusu, güven unsurunun zarar görmesi, toplumun yoksullaşması ve istikrarsızlık nedeniyle özellikle genç kesimin umutlarının tükenmesi, enflasyonun toplumsal yaşamda yol açtığı önemli olumsuzluklardan bazılarıdır (TCMB, 2004a: 8-9). Ayrıca, enflasyon nedeniyle gelir dağılımında meydana gelen bozulma ve toplumda yer alan farklı grupların enflasyon ile uyumlu gelir artışı taleplerinin toplumsal sınıflar arası çatışmalar yaratabilmesi, sosyal dokuyu da bozmaktadır (DPT, 2005: 131). Bu çerçevede, enflasyonun servet ve gelir üzerinde yarattığı etkilere de kısaca değinmek gerekir. Zira enflasyon, *servet ve gelirin yeniden dağılımına* yol açar.
- Fiyatların beklenmedik bir şekilde artması durumunda, zarar edenler nominal varlıklara sahip olan insanlardır ve kazanç elde edenler ise nominal yükümlülükleri olan insanlardır (Begg ve diğerleri, 1994: 504). Bu bağlamda enflasyonun en önemli etkilerinden birisi de nominal anlamda sabitleştirilmiş varlıkların reel değerinde ortaya çıkan değişimdir. Fiyatlar genel düzeyinde ortaya çıkan üç katı bir artış, parasal anlamda sabit olan tüm alacakların ya da mali varlıkların satın alma gücünde üçte bir oranında bir azalmaya yol açacaktır. Fiyatlar genel düzeyindeki üç katlık bir artış, tabi bu arada enflasyon tam olarak öngörülememişse, serveti, ödünç verenlerden ya da elde tahvil tutanlardan borç alanlara aktarmıştır. (Dornbusch ve Fischer, 1998: 525).
- En önemli yeniden dağılımlardan birisi, hükümet ve özel sektör arasında gerçekleşmektedir. Beklenmedik bir enflasyon, ödenmemiş tüm nominal devlet borçlarının reel değerini azaltır. Devlet genellikle net borçlu olduğundan, dolayısıyla, beklenmedik enflasyondan kazançlı çıkmaktadır. Bu nedenle, devlet borçlarının gerçek alacaklısı olan hane halklarının alacaklarının reel değerini erozyona uğratacaktır. Diğer taraftan, enflasyon sadece kamu ile özel sektör

arasındaki değil, özel sektör içindeki servet dağılımını da etkilemektedir. Özellikle uzun vadeli kredilerde bu etki net olarak görülmektedir. Krediler tipik olarak, beklenen enflasyonu da içermekte olan bir nominal faiz oranı üzerinden verilmektedir. Gerçekleşen enflasyon oranının beklenenden farklı çıkması durumunda, geri ödeme döneminde borçlunun alacaklıya ödeyeceği reel getiri oranı da beklenenden farklı olacaktır. Eğer enflasyon beklenin altında gerçekleşirse bu durumdan kredinin borçlusunu, aksine eğer enflasyon beklenenin üzerinde gerçekleşirse krediyi veren zararlı çıkacaktır. Özetle her iki durumda da, servetin toplumun bireyleri arasında istenmeyen bir şekilde transferine yol açacaktır (Begg ve diğerleri, 1994: 504 ve Yıldırım ve Karaman, 2005: 329).

Enflasyonun toplumun farklı kesimleri arasında yol açtığı bu gelir ve servet transferleri, ki bu halkın enflasyon karşısındaki tepkisinin en önemli nedenlerinden birisidir, ve ekonomik, sosyal ve siyasal ilişkilerde yol açtığı tahribat, bize aslında enflasyonun önlenmesinin ve de dolayısıyla fiyat istikrarının sağlanmasının sadece iktisadi bir olgu olmadığını aynı zamanda ahlaki bir zorunluluk olarak da karşımıza çıktığına işaret etmektedir.

Enflasyonun maliyetlerine yukarıda genel olarak değinilmiştir. Aşağıda da enflasyon-büyüme ilişkisi ve enflasyon değişkenliği konusuna ilişkin literatürdeki ampirik bulgulara kısaca değinilmiştir.

- *Enflasyonun Büyüme Üzerine Etkisi*: Serdengeçti (2002a: 3)'de de bahsedildiği gibi, enflasyon yatırımlar üzerine bir çeşit vergi yükü olmakta ve dolayısıyla yatırımcılar açısından bir ek maliyet anlamına gelmektedir. Bu bağlamda, enflasyon yatırımlarda dönemsel dalgalanmalara yol açmak suretiyle iktisadi büyüme oranında değişkenlik yaratır. Sonuç olarak uzun vadede bakıldığında yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde, ortalama büyüme hızlarının düştüğü görülmektedir. Ancak yukarıda değinilenler ve bu söylenene karşılık, enflasyonun büyüme üzerine etkileri aslında, iktisat yazınındaki en tartışmalı konulardan birisi olmuş ve olmaya da devam etmektedir. Bununla birlikte, günümüzde kabul gören genel görüş enflasyonun orta ve uzun

dönemde büyüme olumsuz yönde etkilediğidir. Zira, enflasyonun ekonomik büyüme olumsuz bir şekilde etkilediğini öne süren ve yatay-kesit ve panel veri kullanılarak yapılmış birçok ampirik çalışma mevcuttur (Erçel, 1999).<sup>19</sup> Bu çerçevede; Kormendi ve Meguire (1985), De Gregorio (1991), Fischer (1993), Barro (1995), Barro (1996), Andres ve Hernando (1997) ve Motley (1998) enflasyon ve büyüme arasında negatif ilişki olduğunu ileri süren çalışmalardır. Bruno ve Easterly (1995) ise enflasyon ile büyüme arasında negatif ilişki bulmakla beraber, bu sonucun sadece yüksek enflasyonla sonuçlanan krizlerin yaşandığı dönemlerde söz konusu olabileceğini ileri sürmüşlerdir. Yazarlar, bu çerçevede % 40'ın üzerindeki enflasyon oranlarını yüksek enflasyon olarak kabul etmiş ve buna göre yüksek enflasyon krizi yaşayan ülkeler hariç tutulduğunda, enflasyon ile büyüme arasında herhangi bir ilişki olmadığını tespit etmişlerdir. Fischer (1996; 34), enflasyon ile büyüme arasında, en azından iki haneli enflasyon oranlarında, negatif bir korelasyonun olduğunu, ancak düşük oranlı enflasyon ile büyüme arasında ise hala birtakım belirsizliklerin söz konusu olduğunu ifade etmiştir. Fischer (1996; 34), diğer taraftan, kendi çalışması olan Fischer (1993)'te enflasyon ile büyüme arasındaki negatif korelasyonun tek haneli düşük enflasyon oranlarında bile devam ettiği sonucuna ulaştığını ifade etmiştir. Bununla beraber yine Fischer (1996; 34)'da da belirtildiği gibi, Barro (1995) enflasyon ile büyüme arasında bulunduğu istatistiksel olarak anlamlı negatif sonuçların ancak yüksek enflasyon oranlarında gerçekleştiğini, % 8'in altındaki enflasyon oranlarında ise negatif ilişkinin varlığının net olmadığını belirtmiştir. Faria ve Carneiro (2001) ise, Brezilya'yı kapsayan tek ülkeli analizlerinde uzun dönemde enflasyon ile büyüme arasında bir ilişki bulamazken, kısa dönemde enflasyondan çıktıya doğru negatif bir etki tespit etmişlerdir.

Zaman serisi kullanılarak yapılan çalışmalardan biri olan Mallik ve Chowdhury (2001; 133) ise daha önce bahsedilen çalışmaların aksine, dört Güney Asya ülkesini esas alarak yaptıkları çalışmada enflasyon ile büyüme arasında pozitif ilişki tespit

---

<sup>19</sup> Literatür incelendiğinde, çoğu çalışmanın zaman serilerinden ziyade, yatay-kesit ve panel veri kullanılarak yapıldığı görülmektedir.

etmişlerdir. Ayrıca bulgularından bir diğeri, enflasyonun büyümede meydana gelen değişmelere karşı olan duyarlılığının, büyümenin enflasyondaki değişmelere karşı olan duyarlılığından daha fazla olduğu yönündedir.

Enflasyon-büyüme ilişkisine yönelik ekonomi literatürü incelendiğinde, genel olarak enflasyonun büyümeyi negatif etkilediği görüşü hâkim olsa da, hala tam bir mutabakatın sağlanamadığı açıktır. Özellikle düşük-ılımlı enflasyon ile yüksek enflasyon durumunda büyümenin nasıl etkilendiğine yönelik farklı sonuçlar ortaya çıkmaktadır. Diğer taraftan ilişkinin kısa mı yoksa uzun dönemli olup olmadığı konusunda da farklı ampirik bulgular söz konusudur. Tabi bu arada bir kısım çalışma da ilişkinin yönüne dair belirsizlikler göze çarpmaktadır. Bu kapsamda Clark (1997)'de, enflasyonun büyüme ile genelde ters ilişki içinde olduğu belirtilmekle birlikte, bu ampirik çalışmalar sonucunda elde edilen bulguların birtakım güvenilirlik problemleri içerdiği vurgulanmıştır. Buna göre, sonuçların ele alınan ülke örneğine ve ele alınan döneme göre oldukça duyarlı ve farklılık arz ettiği ifade edilmiştir.

- *Enflasyon Değişkenliği:* Enflasyonun değişkenliği arttıkça maliyeti de artmaktadır. Zira enflasyon oranı ne olursa olsun eğer stabil ise insanlar beklentilerine bu mevcut durumu yansıtılabilmekte ve böylece enflasyonun olumsuz etkilerinden büyük ölçüde korunabilmektedirler. Bununla birlikte, enflasyonun beklenenden farklı çıkması insanların hesaplarını geçersiz kılmakta ve istenmeyen sonuçlara yol açmaktadır (Yıldırım ve Karaman, 2005; 331). Literatür incelendiğinde ampirik bulgular, değişken ve daha az öngörülebilir enflasyonun yüksek enflasyon ile birlikte oluştuğunu ortaya koymaktadır (Bkz. Okun, 1971; Friedman, 1977; Ball ve diğerleri, 1990; Thornton, 2006).<sup>20</sup> Yani enflasyon ne kadar yüksek olursa değişkenlik de o kadar yüksek olmaktadır. Enflasyon değişkenliği de enflasyon

---

<sup>20</sup> Bu arada Ball ve diğerleri (1990: 216), çalışmalarında enflasyon değişkenliği ile enflasyon belirsizliği arasındaki ayrıma da dikkat çekmektedirler. Bu kapsamda, enflasyon değişkenliği enflasyondaki değişmelerin varyansını, enflasyon belirsizliği ise, enflasyondaki beklenmedik değişmelerin varyansını ifade etmektedir.

belirsizliğini arttırmaktadır. Enflasyondaki bu belirsizlik, özellikle uzun dönemli yatırım projelerini olumsuz yönde etkilemektedir (Romer, 2001; 522).

Daha değişken enflasyon, örneğin tahvil gibi gelecekte sabit bir nominal ödeme taahhüt eden finansal varlıkların da daha riskli olması anlamına gelmektedir. Örneğin, 10 yıl için 1000 dolar ödeyen bir tahvil düşünelim. Gelecek 10 yıl için eğer enflasyon oranı sabit olursa, tahvilin 10 yıl içindeki sadece nominal değil ayrıca reel değeri de kesin olarak bilinebilir, 1 doların 10 yıl sonraki değeri tam olarak hesaplanabilir. Bununla birlikte, enflasyondaki değişkenlik arttıkça 1000 doların 10 yıl sonraki reel değeri belirsiz olacaktır. Daha fazla değişkenlik, daha fazla belirsizliğe yol açacaktır. Özellikle emekliliğe yönelik tasarruflar zorlaşacaktır. Tahvile yatırım yapanlar için, beklenenden düşük bir enflasyon daha iyi bir emeklilik anlamına gelirken, beklenenden yüksek bir enflasyon ise yoksulluk anlamına gelebilecektir. Bu durum, geliri dolar cinsinden sabitlenmiş olan emeklilerin, nüfusun diğer gruplarına göre neden enflasyon konusunda daha çok endişe taşıdıklarının sebeplerinden birisidir (Blanchard, 2003; 532).

### **1.3.6 Fiyat İstikrarının Sürdürülmesinden Beklenen Faydalar**

Fiyat istikrarının faydalarını açıklamak, onun aynı zamanda, neden para politikasının uzun dönemli uygun bir hedefi olduğu yönündeki sorulara da cevap olmaktadır. Bu kapsamda fiyat istikrarının faydasına ilişkin söylenebilecek en temel husus; iktisadi sistemin daha etkin bir şekilde işlemesine katkıda bulunmasıdır (Mishkin, 1997a: 13).

Bernanke (2003), fiyat istikrarının sağlanmasının ve sürdürülmesinin, sağlam bir para politikasının temel prensibi olduğuna vurgu yapmıştır. Bernanke (2006), ayrıca fiyat istikrarının para politikasının hem bir aracı hem de gayesi olduğunu ifade etmekte ve bu çerçevede fiyat istikrarının modern merkez bankacılığında ve para politikasında ikili bir rol oynadığına işaret etmektedir. Fiyat istikrarı temelde, ulusal paranın satın alma gücünü korumaktadır ve fiyatlar istikrarlı iken, kişiler paralarının reel değerinde

bir aşınma olacağı endişesini taşımaksızın işlem ve diğer amaçlarla elde para tutabilmektedirler. Fiyat istikrarı ayrıca, iktisadi kararların alınabileceği ve piyasaların paranın satın alma gücünde öngörülmedik dalgalanmalar konusunda endişe etmeksizin işleyebileceği bir parasal ve finansal ortam sağlayarak uzun dönemli büyümeyi ve etkinliği teşvik edecektir (Bernanke, 2006).

Fiyat istikrarının sağlandığı bir ortamda, finansal istikrar da teşvik edilecektir. Zira bilindiği üzere, yüksek enflasyon geçmişine sahip ülkelerde borç sözleşmeleri daha kısa vadeli olma eğilimindedir ve sıklıkla yabancı para cinsinden ifade edilmektedir. Borç sözleşmelerinin bu özellikleri, faiz oranlarında meydana gelen olası bir yükselme ve yurtiçi paranın değer kaybetmesi durumunda nakit akımında artışa ve finansal olmayan firmaların ve bankaların likidite problemlerine girmelerine yol açmaktadır. Nihayetinde de finansal sistemin kırılabilirliği artmaktadır. Bu kapsamda fiyat istikrarı, daha uzun süreli borç sözleşmelerinin ortaya çıkmasına yol açtığından finansal istikrarı da teşvik edecektir. Buna ek olarak, daha önceden de ifade ettiğimiz gibi ulusal paranın satın alma gücünü koruması bağlamında fiyat istikrarı, güçlü bir ulusal paraya sahip olmak için gerekli bir koşul olarak karşımıza çıkmaktadır. Daha güçlü bir ulusal para ile bankalar, finansal olmayan firmalar ve de hükümet için yurtiçi para cinsinden ifade edilen borç ile sermayeyi arttırmaları daha kolay olacaktır ki bu sonuçta finansal kırılabilirliği azaltacaktır (Mishkin, 1997b: 91).

## İKİNCİ BÖLÜM

### 2. ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN ÇERÇEVESİ

EH rejimi, ilk defa 1989 yılında Yeni Zelanda tarafından uygulanmaya başlanmış ve zaman içinde giderek artan sayıda ülke tarafından para politikası stratejisi olarak seçilmiştir. Günümüzde EH uygulayan gelişmiş ve gelişmekte ülke sayısı Türkiye ile birlikte toplam 24'tür. EH rejimi; katı kurallardan ziyade her ülkenin kendine özgü tarihsel, kültürel, ekonomik ve siyasi koşullarına göre şekillendirebileceği esnek bir yapı sunmaktadır. Stratejinin iyi bir şekilde anlaşılabilmesi için tüm yönleriyle ele alınması gerekmektedir. Bu çerçevede, bu bölümde EH çerçevesi;

- ✓ EH rejiminin tanımı, temel unsurları, avantaj ve dezavantajları,
- ✓ Rejimin kurumsal çerçevesi; yani merkez bankası bağımsızlığı, hesap verebilirlik, şeffaflık ve karar mekanizmasına ilişkin düzenlemeler,
- ✓ Rejimin operasyonel çerçevesi; yani uygulamadaki stratejik ve teknik birtakım özellikleri ve
- ✓ Rejimin önkoşulları kapsamında ele alınacaktır.

Yukarıda değinilen konulara geçmeden önce EH rejimine yönelik olarak genel bir literatür taraması yapmak yararlı olacaktır. Literatürde enflasyon hedeflemesi (EH) stratejisini incelemeye yönelik olarak yapılmış çok sayıda çalışma bulmak mümkündür. Gerek merkez bankaları gerekse akademik alanda özellikle 1990'lardan sonra olmak üzere, konuya ilişkin olarak çok sayıda teorik ve ampirik çalışma yapılmış ve bu süreç günümüzde de hızlanarak devam etmektedir. Bu bağlamda ikinci bölümde ilk olarak genel bir literatür taraması yapılmıştır.

#### 2.1 Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine İlişkin Genel Bir Literatür Taraması

EH konusuyla yoğun bir şekilde ilgilenen iktisatçılardan birisi Frederic S. Mishkin'dir. Yazar genelde çalışmalarında enflasyon hedeflemesinin gelişmiş ve gelişmekte olan ülke uygulamalarına yoğunlaşarak, bu ülkelerin deneyimlerden çıkarılabilecek derslere odaklanmıştır. Örneğin Mishkin (1999), çalışmasında döviz

kuru hedeflemesi, parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi gibi farklı para politikası rejimlerindeki uluslararası deneyimleri incelemiştir. Mishkin (2000a)'da parasal hedeflemeden enflasyon hedeflemesine geçiş süreci sanayileşmiş ülke deneyimleri bazında irdelenmiştir. Benzer şekilde, Mishkin (2000b)'de EH rejimi yükselen piyasa ekonomileri açısından incelenmiştir. Yazarın Mishkin (2000c) ve Mishkin (2004) çalışmaları da bu nitelikteki çalışmalarıdır. Tüm bu çalışmalarda genel olarak EH rejiminin uygulama özellikleri ortaya konmaya çalışılmış ve bu rejimi uygulamayı düşünen ülkeler için referans teşkil edebilecek hususlar vurgulanmıştır. Bernanke ve Mishkin (1997) tarafından yapılan ve “Yeni Bir Para Politikası Rejimi: Enflasyon Hedeflemesi” başlıklı çalışma da konuya ilişkin olarak yapılmış ve rejimin uygulama özelliklerine ve çeşitli teknik konulara değinen çalışmalardan biridir.

Bahsedilen çalışmalarda EH rejiminin stratejik-teknik ve uygulama özellikleri irdelenmekle birlikte uluslararası ülke deneyimlerine ilişkin ampirik bulguları da birlikte sunan, literatürde bu konuda yapılmış en kapsamlı çalışmalardan birinin Bernanke, Laubach, Mishkin ve Posen tarafından 1999 yılında yayınlanmış olan kitap olduğu söylenebilir. Mishkin ve Posen (1997), Mishkin ve Schmidt-Hebbel (2001 ve 2007) konuyla ilgili diğer çalışmalardandır.

EH konusuyla yoğun bir şekilde ilgilenen iktisatçılardan bir diğeri de Lars E.O. Svensson'dur. Svensson (1999a)'da para politikasının bir hedefi olarak fiyat istikrarının nasıl tanımlanabileceği ve uygulamada nasıl sürdürüleceği irdelenmiştir. Svensson (1996) çalışmasında EH sistemini bir sosyal kayıp fonksiyonu ile açıklanmıştır. Svensson (1998a)'de EH rejimi para politikası kuralları bağlamında analiz edilmiş ve bu bağlamda çalışmada, para politikası kurallarına ilişkin genel kavramsal bir tartışma sağlanarak, EH rejiminin gerekli karakteristik özellikleri açıklanmış ve EH rejimi diğer para politikası kuralları ile karşılaştırılarak incelenmiştir. Rudebusch ve Svensson (1998)'de, enflasyon hedeflemesi ile tutarlı politika kuralları küçük bir makroekonometrik model çerçevesinde ve A.B.D. ekonomisi için analiz edilmiştir. Yine Svensson (1998b)'de EH rejimi küçük bir açık ekonomi modeli bağlamında ele

almaktadır. Svensson (1999b) çalışmasında ise enflasyon hedeflemesini fiyat düzeyi hedeflemesi ile karşılaştırarak incelemiştir.

Heenan, Peter ve Roger (2006) tarafından yapılan çalışma ise, EH rejiminin kurumsal ve operasyonel çerçevesini detaylı bir şekilde inceleyen bir çalışmadır. Masson, Savastano ve Sharma (1997)'de de EH rejiminin çerçevesi gelişmekte olan ülkeler bağlamında kapsamlı şekilde değerlendirilmektedir.

EH konusuna ilişkin olarak, yukarıda sayılanların dışında gerek enflasyon hedefleyici ülke merkez bankaları gerekse akademisyenler tarafından yapılmış çok daha fazla sayıda yayın bulmak mümkündür. Diğer taraftan, EH rejimine ilişkin literatür kısmı bu bölümde daha fazla uzatılmayacaktır. Zira, çalışmamızın bu ikinci bölümü ve diğer bölümlerinde, EH rejiminin alt başlıkları olarak nitelendirilebilecek daha detaylı olan konulara yönelik literatüre her ilgili bölümde yeterli derecede yer verildiği düşünülmektedir.

## **2.2 Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Tanımı ve Temel Unsurları**

Günümüz modern merkez bankacılığında, merkez bankalarının birincil amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir. Bu kapsamda *enflasyon hedeflemesi (EH) rejimi*; para politikasının fiyat istikrarını sağlamaya ve sürdürmeye yönelik olarak kurumsallaştığı modern bir strateji olarak tanımlanmaktadır (TCMB, 2006a: 3). Daha detaylı olarak EH rejimi, merkez bankasının enflasyonu, sayısal olarak belirlenmiş bir hedef ya da hedef aralığında tutmak için uğraştığı ve bu hedefin de hükümet, merkez bankası (MB) ya da her ikisinin birlikte hareket etmesi yoluyla kamuoyuna duyurulduğu bir rejim olarak tanımlanmaktadır (Bernanke ve Mishkin, 1997: 98).

EH rejiminin tanımına ilişkin akademik yazında birçok farklı tanım bulunsa da, uygulamalara bakıldığında EH rejimini diğer rejimlerden ayıran iki ana unsurun bulunduğu görülmektedir. Birincisi, EH rejimini uygulayan merkez bankaları enflasyon hedeflerini rakamsal olarak açıklayarak, bu hedeflere ulaşmayı taahhüt etmekte ve açıklanan bu hedeflere ulaşamaması durumunda da kamuoyuna hesap vermekle

yükümlü olmaktadır. İkincisi ise, para politikası kararlarının ekonomiyi etkilemesi belli bir süre gerektirdiğinden, merkez bankaları bugünkü enflasyonu değil, gelecekteki enflasyonu kontrol edebilmekte, bu amaçla belirli zaman aralıklarıyla enflasyon tahminleri oluşturmakta ve bu tahminleri kamuoyu ile paylaşmaktadırlar. Bu nedenle, EH rejimi çoğu zaman “*enflasyon tahmin hedeflemesi*” olarak da adlandırılabilir. Bu doğrultuda, öngörülen enflasyonun hedef ile tutarlılığı ve hedeften sapma konusundaki riskler kamuoyuna anlatılmaktadır (TCMB, 2005a: 3).

Mishkin (2000a: 10) ve Mishkin ve Savastano (2001: 13) tarafından, EH rejiminin beş temel unsuru şu şekilde sıralanmıştır:

- Enflasyon için orta dönemli sayısal bir hedefin kamuoyuna duyurulması,
- Para politikasının uzun dönemli ve birincil amacının fiyat istikrarı olduğuna dair kurumsal bir taahhüdün verilmesi ve enflasyon hedefinin başarılabileceğine dair taahhüdün verilmesi,
- Politika araçlarının oluşturulmasında ve para politikasına ilişkin kararların alınmasında döviz kuru veya parasal toplamların dışında birçok değişkenin kullanıldığı bilgi akışı içeren bir strateji,
- Para politikası stratejisinin şeffaflığı ve
- Merkez bankasının hesap verebilirliği.

TCMB 2006 yılı başında yayınladığı *Enflasyon Hedeflemesi* başlıklı kitapçıkta EH rejiminin unsurlarını daha detaylı olarak şu şekilde sıralamıştır TCMB (2006a: 3-6):

- EH rejimi altında, sayısal bir hedef belirlenir ve bu kamuoyuna duyurulur. MB belirli bir süre sonunda bu hedefe ulaşacağını taahhüt eder. Böyle bir yapı, para politikasının toplum tarafından kolaylıkla anlaşılabilmesini ve izlenebilmesini sağlamaktadır.
- MB bu süreç içerisinde tüm para politikası araçlarını belirlenen enflasyon hedefine yönelik olarak kullanır. Diğer taraftan, EH rejiminde merkez bankasının temel politika aracı kısa vadeli faiz oranlarıdır.
- Rejim karar alma sürecinin kurumsallaşmasını sağlayarak; kararların alınacağı tarihlerin belirli bir takvime bağlanması ve önceden kamuoyuna duyurulması,

kararların gerekçelerinin açıklanması ile bu açıklamalarda gelecekteki kararlara ilişkin eğilimlere yer verilmesi ve politika kararlarının şeffaf bir yapıya kavuşması gibi unsurları içermektedir. Daha açık bir ifadeyle, EH rejimi altında para politikası kararlarının zamanlaması ve yönü daha belirgin hale gelmektedir.

- EH rejiminde merkez bankasının gelecekteki enflasyona ilişkin öngörülerini büyük önem taşımaktadır. Merkez bankasının enflasyon ve diğer ekonomik büyüklüklere ilişkin yapmış olduğu öngörüler, gelecekteki enflasyonist baskılara karşı merkez bankasını önceden uyarıcı bir nitelik taşımakta ve faiz kararlarının alınması aşamasında merkez bankasına yol göstermektedir. Eğer merkez bankasının gelecekteki enflasyona ilişkin yaptığı öngörüler hedeften önemli ölçüde sapma gösterirse, bu sapmanın nedenine bağlı olarak, MB kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin aldığı kararlarla bu ikisi arasındaki uyumu yeniden sağlamaya çalışır.
- MB gelecekte enflasyonun izleyeceği seyri öngörebilmek ve buna göre faiz kararlarını alabilmek için çok geniş bir bilgi setinden yararlanır. Bu bilgi seti; toplam arz ve toplam talep gelişmeleri, parasal göstergeler, kamu maliyesi gelişmeleri, beklentiler, fiyatlama davranışları, iç ve dış şoklar, verimlilik, istihdam ve ücretler, döviz kurları ve ödemeler dengesi gelişmeleri ile merkez bankalarının kendi içsel enflasyon tahminleri gibi çok çeşitli unsurları içermektedir.
- Beklentilerin iyi yönetilmesi ve etkin iletişim politikası, rejimin uygulanmasında ön plana çıkan diğer önemli unsurlardır. Özellikle enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde insanlar geçmiş enflasyon oranlarını baz alarak beklentilerini oluştururlar. Bu da yüksek enflasyon oranlarının zaman içinde atalet (süreklilik) kazanmasına neden olur. Ancak EH rejimi altında, diğer para politikası stratejilerinden farklı olarak, geleceğe yönelik enflasyon hedefleri konulması ve bu hedeflere ulaşılabileceğinin MB tarafından taahhüt edilmesi, ekonomik birimlere geçmiş enflasyon dışında referans alabilecekleri bir başka enflasyon oranı daha sunmaktadır.

## **2.3 Enflasyon Hedeflemesinin Avantaj ve Dezavantajları**

Tarihsel süreç içerisinde kullanılmış olan en yaygın nominal çapalar parasal toplamlar ve döviz kuru olmuştur. Bununla birlikte, parasal büyüklükler ile döviz kurunun nominal çapa olarak kullanıldığı yani parasal hedefleme ile döviz kuru hedeflemesinin benimsendiği stratejilerin içerdiği birtakım dezavantajlar ve dolayısıyla enflasyonun kontrol altına alınması açısından başarısız olmaları, 1990'lı yıllara gelindiğinde nihai hedef olarak enflasyonun doğrudan kendisinin hedeflendiği EH rejiminin benimsenmesine yol açmıştır. Diğer taraftan, para politikasına yeni bir çerçeve olmak üzere öncelikle gelişmiş ve daha sonradan ise gelişmekte olan ülkeler tarafından benimsenen ve uygulanmaya başlanan bu yeni strateji de diğer para politikası stratejilerinde olduğu gibi birtakım avantaj ve dezavantajlar içermektedir. Bu çerçevede bu bölümde, EH rejiminin avantaj ve dezavantajları parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi stratejileri ile karşılaştırmalı olarak ele alınacaktır.

### **2.3.1 Enflasyon Hedeflemesinin Avantajları**

- 1) EH para politikası ve enflasyon beklentilerine ilişkin açık bir nominal çapa sunmaktadır. EH rejimi ayrıca kamuoyuna olan şeffaflığı açısından da önemli bir avantaja sahiptir. Aynen parasal ve döviz kuru hedeflemelerinde olduğu gibi, EH rejiminde de strateji kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılabilir. Ancak bir karşılaştırma yapmak gerekirse, EH anlaşılabilirlik kriteri açısından döviz kuru hedeflemesi ile benzer özellikler gösterirken, parasal hedeflemenin enflasyon hedeflemesine kıyasla kamuoyu tarafından anlaşılabilir olması daha az olasıdır. Özellikle parasal büyüklükler ile hedef değişken olan enflasyon arasındaki ilişki eğer öngörülmedik değişikliklere maruz kalıyor ise parasal hedefler şeffaflığını kaybedecektir, çünkü böyle bir durumda parasal hedefler para politikasının duruşuna ilişkin artık doğru sinyal verememektedir. EH'nin kamuoyu tarafından daha kolay anlaşılır olmasının nedenlerinden biri, EH rejiminin fiyat istikrarına ilişkin taahhüdü daha da netleştirmesidir. EH, fiyat istikrarı amacını kamuoyunun dikkatlerinde tutarak, merkez bankasını enflasyonun düşük tutulması açısından daha hesap verebilir kılmaktadır

(Kadioğlu, Özdemir ve Yılmaz, 2000: 10, Mishkin, 1997a: 26 ve Mishkin, 1999: 19). Hesap verebilirlik ilkesi göz önünde tutulduğunda bunun en katı uygulaması Yeni Zelanda örneğinde görülebilir. Keza, Yeni Zelanda'da enflasyon hedefleri bir çeyreklik dönem için bile tutturulamazsa hükümet MB başkanını işten çıkarabilmektedir (Mishkin, 1999: 22).

- 2) EH stratejisinin para politikasını daha şeffaf hale getirmesi ve para politikası yapımcılarının daha sorumlu bir konuma gelmesini sağlaması; yani şeffaflık ve sorumluluk ilkelerinin birlikte uygulanması politika yapımcılarının güvenilirlik düzeyini yükseltir. Güvenilirliğin tesisi ise halkın beklentilerinin açık ve kesin olmasını sağlar (Erdoğan, 2005: 44).
- 3) EH stratejisinin başarısı para politikasının şeffaflığının yanı sıra kamuoyu ile düzenli iletişim kanallarının sürdürülmesine de bağlıdır. EH rejimini benimsemiş merkez bankalarının hükümet ile iletişimleri güçlüdür ve politika yapımcılar para politikası stratejisine ilişkin kamuoyu konuşmaları yapmak için her fırsatı değerlendirirler. Diğer taraftan bu tür uygulamalar EH rejimini benimsememiş Almanya ve ABD gibi ülkelerde de genelde kullanılıyorken, EH rejimini benimseyen merkez bankaları bir adım daha ileriye giderek *Enflasyon Raporu* gibi dokümanlar yayımlayarak (ki bu ilk olarak İngiliz MB tarafından başlatılmıştır) enflasyon ve para politikasının geçmiş ve gelecekteki performansına ilişkin görüşlerini açıklamaktadırlar. EH rejiminde iletişime bu kadar önem atfedilmesinin nedeni kamuoyunu, finansal piyasaları ve politikacıları şu hususlar hakkında kalıcı olarak bilgilendirmektir (Mishkin ve Savastano, 2001: 15): i) Enflasyon hedeflerinin rasyonelleri dâhil, para politikasının hedefleri ve sınırları, ii) Enflasyon hedeflerinin sayısal değerleri ve nasıl belirlendikleri, iii) Cari ekonomik koşullar veri iken hedeflenen enflasyon oranlarına nasıl ulaşılacağı ve iv) Hedeflerden sapma gerekçeleri.
- 4) Açık bir enflasyon hedefinin ortaya konması merkez bankasının hesap verebilirliğini arttırdığı için EH, sabit kur rejimi ve parasal hedeflemede olduğu gibi merkez bankasının çıktığı ve istihdamı genişletmeye yönelik olarak enflasyonist para politikası takip etmesine ilişkin politik baskıların azaltılmasına

yardımcı olarak zaman tutarsızlığı probleminden de kaçınmaya olanak sağlar (Mishkin ve Posen, 1997: 14 ve Mishkin, 1999: 19).

- 5) EH stratejisi döviz kuru hedeflemesinin aksine para politikasının ulusal ekonomideki olası şoklara karşı odaklanabilmesini sağlamaktadır (Mishkin, 2000b: 105).
- 6) Enflasyonun maliyetleri sadece onun düzeyinden değil aynı zamanda değişkenliğinden de kaynaklandığından, enflasyona ilişkin bir hedefin açıkça ortaya konması enflasyonun gelecekte alacağı seyre ilişkin belirsizlikleri azaltarak yatırım ve tasarruf kararlarının alınmasında olumlu katkı yapar ve böylece ekonominin genel verimlilik düzeyini artırır. Ayrıca, merkez bankasının niyetinin açıkça ortaya konması, risk ve kur primlerinin düşmesinin de ortaya çıkardığı pozitif etkilerle finansal piyasalardaki volatilitenin düşürülmesine yardımcı olabilir (Croce ve Khan, 2000).
- 7) EH rejiminin bir diğer önemli avantajı, rejimin diğer geleneksel istikrar hedeflerinden vazgeçmeyi zorunlu olarak gerektirmemesidir. Rejimi uygulayan ülkelerdeki MB çalışanları, istihdam ve çıktıdaki dalgalanmalara ilişkin endişelerini vurgulamaya devam etmektedirler. EH uygulayan ülkelerin çoğu, uzun dönemde orta vadeli enflasyon hedeflerini düşürmek suretiyle çıktıdaki kayıpları minimize etmek için '*gradualist approach*' olarak ifade edilen ve acilci olmayan bir yaklaşım izleyerek dezenflasyon sürecine doğru yönelme isteğindedirler (Mishkin, 1999: 20-21).
- 8) Nominal çapa olarak enflasyon göstergesini seçen EH rejiminin temel unsurlarından birisi de para politikasının operasyonel olarak bağımsız olmasıdır. MB bağımsızlığının çeşitli unsurları bulunmaktadır.<sup>21</sup> Ancak, bugün modern anlamda MB bağımsızlığı; merkez bankalarının, en azından, hedeflerine ulaşma yolunda hangi araçları kullanacağını serbestçe belirleyebilmesi; yani araç bağımsızlığına sahip olması anlamına gelmektedir. Bununla birlikte, nominal çapaya dayalı istikrar programları yürüten birçok ülkede, merkez bankasının araç bağımsızlığına sahip olduğu hatırlatılabilir. Bu noktada vurgulanması

---

<sup>21</sup> Merkez bankası bağımsızlığı; amaç bağımsızlığı, hedef bağımsızlığı, araç bağımsızlığı ve finansal bağımsızlık gibi alt başlıklara ayrılmaktadır. Şimdilik bunların tanımlamalarına girilmeyecektir. Bu konulara ilerleyen bölümlerde merkez bankası bağımsızlığı başlığı altında değinilecektir.

gereken nokta, yani EH rejiminin ayırt edici özelliği parasal otoritenin bağımsızlığının temel ön koşullardan biri olarak kabul edildiğidir. Bu stratejiyi uygulamak isteyen ülkeler her şeyden önce merkez bankasının araç bağımsızlığını sağlayıcı düzenlemeleri gerçekleştirirler. Özetle, EH rejimi bağımsız para politikası uygulayabilme kriteri açısından önemli bir avantaja sahiptir (TCMB, 2006a: 7 ve Erdoğan, 2005: 49).

### 2.3.2 Enflasyon Hedeflemesinin Dezavantajları

- 1) EH stratejisi merkez bankasının hesap verebilirliğine ilişkin yalnızca zayıf bir etki yaratabilmektedir. Çünkü döviz kuru ve parasal büyüklüklerin aksine enflasyon parasal otorite tarafından kolaylıkla kontrol edilememektedir. Dahası, uygulanan para politikasının etkilerinde uzun gecikmeler söz konusu olduğundan enflasyonist sonuçlar ancak önemli bir gecikme sonrası ortaya çıkabilmektedir. Dolayısıyla, bir enflasyon hedefi para politikasının duruşuna ilişkin hem kamuoyuna hem de piyasalara anlık sinyaller gönderememektedir. Enflasyonu kontrol etmenin zorluğu, özellikle yükselen piyasa ekonomileri için, enflasyon göreceli olarak yüksek düzeylerden düşürüldüğünde, ciddi bir problem yaratmaktadır. Böyle bir durumda enflasyon tahmin hataları muhtemelen büyük olacaktır ve hedefler tutturulamayacaktır. Bu da merkez bankasının EH stratejisinden güvenilirlik kazanmasını ve de kamuoyu için sapmaların nedenlerini tespit etmesini zorlaştıracaktır. Bu husus Masson, Savastano ve Sharma (1997: 20-21) tarafından da vurgulandığı gibi, EH stratejisinin başarılı bir dezenflasyon süreci sağlandıktan sonra benimsenmesinin stratejinin daha etkin olma olasılığını arttıracığına işaret etmektedir. Sonuç olarak, son yıllarda birçok ülke deneyimi de göstermiştir ki, döviz kuru ve parasal büyüklükler de kolaylıkla kontrol edilebilir değişkenler değildir. Bu çerçevede EH rejimi para politikasının uygulanmasında yine de diğer stratejilerden üstün olabilmektedir (Mishkin ve Savastano, 2001:16, Mishkin, 1997a: 29 ve 2000b: 106).
- 2) EH rejimine ilişkin ileri sürülen yaygın eleştirilerden bir diğeri, enflasyon hedeflemesinin çıktı ve istihdamda düşük ve istikrarsız bir büyümeye yol açtığı hususudur. Buna karşılık enflasyondaki düşüş, EH rejimlerindeki

dezenflasyonist süreç esnasında normalin altındaki çıktı ile birlikte ortaya çıkmasına rağmen, bir kere düşük enflasyon düzeyleri yakalandığında, çıktı ve istihdam en azından daha önceki düzeyleri kadar yüksek olan bir seviyeye döner. Yani dezenflasyon öncesi düzeylerine geri döner ki özellikle sanayileşmiş ülke deneyimlerindeki bulgular bu duruma işaret etmektedir. Dolayısıyla, buradan ortaya çıkan konservatif bir sonuç: bir kere düşük enflasyon düzeyi sağlandığında yani dezenflasyonist süreç oluştuktan sonra enflasyon hedeflemesi reel ekonomiye zarar vermemektedir (Mishkin, 1999: 25 ve Mishkin ve Savastano, 2001:18).

- 3) Enflasyon hedeflemesine, özellikle Friedman ve Kuttner (1996) tarafından, getirilen önemli eleştirilerden bir diğeri ise enflasyon hedeflemesinin parasal otorite üzerine katı bir kural empoze etmesidir ki bu durum parasal otoriteye öngörülmedik şartlar karşısında gerekli tepkiyi verebilmesi için yeterli derecede ihtiyariliği sağlamamaktadır (Mishkin ve Savastano, 2001:16). Diğer taraftan, Bernanke ve Mishkin 1997 yılında yayınladıkları makalede EH rejiminin *katı bir politika kuralı* olmaktan ziyade ‘sınırlandırılmış ihtiyarilik’ dâhilinde değerlendirilebilecek *para politikası için bir çerçeve* olduğunu vurgulamışlardır (Bernanke ve Mishkin, 1997: 106). Mishkin (1999: 25-26), enflasyon hedeflemesinin kurala dayalı yorumunun yanlış olduğunu ve bu yanlışın da *kurala karşı ihtiyarilik* tartışmasından kaynaklandığını ifade etmiştir. Ona göre, kurallar ve ihtiyarilik arasındaki klasik dikatomi son derece yanıltıcı olabilir. Mishkin (1999: 26) uygulamada da EH rejiminin katı bir kural olmaktan oldukça uzak olduğunu belirterek şu görüşleri ileri sürmüştür: i) İlk olarak, EH merkez bankasının para politikasını nasıl uygulaması gerektiği konusunda basit ve mekanik direktifler sağlamamaktadır. Bundan ziyade, EH merkez bankasının belirlenen enflasyon hedefine ulaşılması için uygun politika eylemlerini belirleyecek tüm mevcut bilgiyi kullanmasını gerektirmektedir. Basit politika kurallarının aksine, EH merkez bankasının bilgiyi dışlamasını ve tek bir anahtar değişken üzerine odaklanmasını asla gerektirmemektedir. ii) İkinci olarak da, EH uygulamada da görüldüğü üzere önemli derecede bir politika ihtiyariliği

içermektedir. Ülke deneyimlerinin de gösterdiği gibi, iktisadi koşullara bağlı olarak enflasyon hedefleri modifiye edilmiştir.

Esnek bir politika uygulama olanağının varlığı, içsel ve dışsal şoklara maruz kalma olasılığı daha yüksek olan özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından gereklilik arz etmektedir. Bu tür gelişmekte olan ülkelerde gözlenen beklenmedik ve görel olarak büyük şoklar, ciddi iktisadi krizlerin ortaya çıkmasına yol açabilir. Kalıcı hasırlara yol açabilecek krizlerin önlenmesi ya da en azından etkilerinin hafifletilmesi için politika uygulayıcılarının çok katı kurallar ile sınırlandırılmaması gerekir. Bu çerçevede EH stratejisinin politika uygulamalarında esnek davranma olanağını sağlaması, beklenmedik ve büyük şoklara maruz kalan gelişmekte olan ülkelerde para politikasının etkililiğini arttırmaktadır (Erdoğan, 2005: 50).

- 4) EH'ne karşı ileri sürülen bir diğer eleştiri, enflasyonu düşürmek amacıyla para politikasına odaklanmanın zorunlu olarak çıktıdaki istikrarsızlığı arttırdığıdır. Bununla birlikte bu argümana karşı öne sürülen görüş ise, enflasyon hedeflemesinin enflasyon üzerine özel bir odaklanma gerektirmediği, fakat temel olarak enflasyonu para politikasının öncelikli hedefi haline getirmesidir (Mishkin ve Savastano, 2001:17).
- 5) EH stratejisi, mali disiplinin sağlanması veya mali baskınlığın önlenmesi yönünde yetersiz kalabilmektedir. Uzun dönemde, yüksek düzeyde seyreden kamu açıkları EH rejiminin başarısız olmasına yol açacaktır. Çünkü, yüksek kamu açıkları nedeniyle nihayetinde monetizasyon ya da devalüasyon uygulamalarına gidildiğinde, sonuç yüksek enflasyon olacaktır. Dolayısıyla mali baskınlığın önlenmesi, mali disiplinin sağlanması ve güçlü bir finansal sistem stratejinin başarısı açısından çok önemli önkoşullardır. Mishkin ve Savastano (2001) tarafından da belirtildiği gibi, güçlü bir finansal sistem ve mali baskınlığın önlenmesi ayrıca, para kurulu ve tam dolarizasyon gibi diğer türdeki para politikası stratejilerinin başarısı ve sürdürülebilirliği için de çok önem arz etmektedir (Mishkin, 2000b: 107).
- 6) Yüksek düzeyde ya da kısmi bir dolarizasyon, EH için potansiyel olarak ciddi bir problem yaratabilmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin çoğunda

firma, hane halkı ve bankaların bilânçolarının ve uzun vadeli borçlarının önemli oranda dolar cinsinden ifade edildiği bir gerçektir. *EH stratejisi nominal döviz kuru esnekliğini zorunlu kıldığından, kurda ortaya çıkacak dalgalanmalar kaçınılmazdır.* Öte yandan, kurdaki büyük ve ani değer kayıpları dolar cinsinden olan borç yükünü arttıracak, bilânçolarda önemli ölçüde tahribat yaratabilecek ve finansal kriz riskini arttıracaktır (Mishkin, 2000b: 107).

- 7) Enflasyon hedeflemesine getirilen eleştirilerden belki de en önemlisi, stratejinin birtakım katı önkoşullar gerektirmesi ve bu kapsamda bu önkoşulları sağlayamayan ülkelerde stratejinin işlemeyeceği görüşüdür. Bu durum, stratejiyi özellikle yükselen piyasa ekonomileri için uygunsuz kılmaktadır. Önkoşullar; merkez bankasının teknik kapasitesi, mali baskınlığın olmaması, güçlü ve gelişmiş mali piyasalar ve fiyat istikrarının taahhüt edildiği etkin bir kurumsal düzenleme gibi unsurları içermektedir (Batini ve Laxthon, 2006: 6).

## **2.4 Enflasyon Hedeflemesinin Kurumsal Çerçevesi**

Özellikle 1970'lerden sonra, fiyat istikrarını ve dolayısıyla ekonomik istikrarı sağlama konusunda daha etkin bir rol üstlenen merkez bankalarının sahip olması gereken yapısal özellikler ile ilgili olarak iktisat literatüründe üzerinde büyük oranda görüş birliği sağlanmış bazı kavramlar mevcuttur. MB bağımsızlığı, şeffaflık ve hesap verebilirlik bunlar arasındadır. Bu kapsamda, ülke tecrübeleri de dikkate alındığında, merkez bankalarının kurumsal yapılarını oluşturan bu unsurların, fiyat istikrarına giden yolda etkin bir rol oynadığı görülmektedir (Serdengeçti, 2002a: 15-16). Bu bağlamda, bu bölümde enflasyon hedeflemesinin kurumsal çerçevesi incelenecektir. MB bağımsızlığı, hesap verebilirlik, şeffaflık ve iletişim konularının yanı sıra merkez bankasının karar mekanizmasına ilişkin çeşitli düzenlemeler konusu da ele alınacaktır.

### **2.4.1 Merkez Bankası Bağımsızlığı**

Merkez bankalarının kurumsal tasarımlarında ön plana çıkan birinci konu, fiyat istikrarını temel amaç edinen bir merkez bankasının bağımsız olması gerektiğidir. Yani MB bağımsızlığı EH rejiminin benimsenmesinde, en önemli ön koşullardan birisi olarak karşımıza çıkmaktadır. Zira politik ve mali baskılardan arındırılmış bir merkez

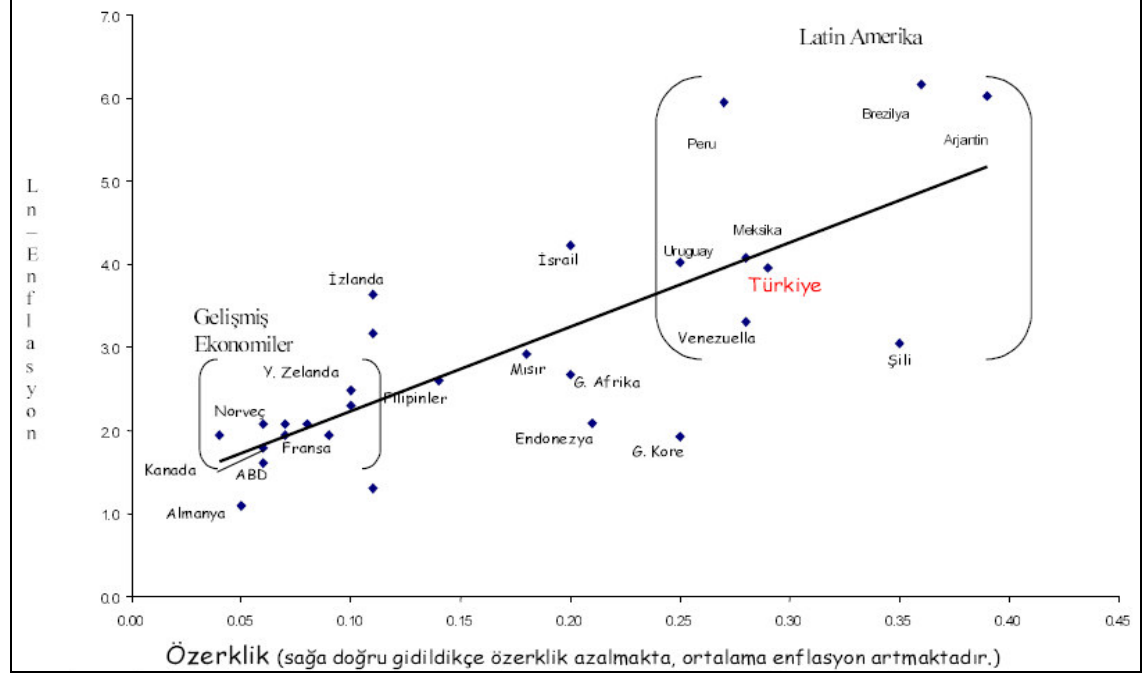
bankasının, yani otonom bir merkez bankasının merkez bankalarının kredibilitelerinin artması, uygulanan politikalara olan güvenin sağlanması ve dolayısıyla EH rejiminin güvenilirliğinin sağlanmasında zaruri olduğu düşünülmektedir. (Serdengeçti, 2002a: 16, Öğretmen, 2004: 7, Heenan, Peter ve Roger, 2006: 5 ).

MB bağımsızlığının niçin gerekli olduğu konusunda kısaca şunlar özetlenebilir (Serdengeçti, 2002a: 16 ve Serdengeçti, 2005b: 7):

- Fiyat istikrarı toplumun her kesimine fayda sağlayacak ve uzun dönemde refahın ve sosyal adaletin ön şartı olacak ise, gündelik yıpranmanın uzağında kalacak ve dikkati dağılmadan bu hedefi izleyecek bağımsız bir kurum yaratmak toplum açısından bir ihtiyaçtır. Bu ihtiyacın karşılığı ise tam anlamıyla bağımsız bir merkez bankasıdır.
- Fiyat istikrarı hedefinin tesisi ve korunması amacıyla olan merkez bankasının bu amacını takip edebilmesi için yasal bir bağımsızlığa sahip olması gerekir. Bu çerçevede amacı açık ve zımni olarak yasalarla belirlenmiş bağımsız bir MB, siyasi iktidarların kısa vadeli amaçları uğruna ellerindeki güçleri gelişigüzel kullanmalarının önündeki en büyük engeldir. Zira bilindiği üzere, hükümetler tüm dünyada doğaları gereği politikalarının sonuçlarını kısa vadede (seçim süresi içinde) alma arzusundaırlar. Yani kısa vadede gevşek politikalar uygulanarak büyüme ve istihdamın artırılması istenir. Oysa bu politikanın sonucu; yüksek enflasyon, düşük - oynak büyüme ve neticesinde krizler olmaktadır.
- MB bağımsızlığının sağladığı faydalardan bir diğeri, amacı belirlenmiş ve net olan bir merkez bankasının toplumda yaratacağı güven duygusudur. Politik kaygılardan uzak bağımsız bir kurum, nihai amaç olan fiyat istikrarına ulaşmada en büyük güvencedir. Bu güven duygusu aynı zamanda, zaman içerisinde enflasyon bekleyişlerinin de daha hızlı düşmesini sağlayacaktır. Zira bağımsızlık ile enflasyon arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Bağımsızlık, talebin yapay olarak arttırıldığı ve uzun vadede enflasyona yol açan politikalara karşı direnme gücünün artmasını sağlamaktadır.

İktisat literatüründe, MB bağımsızlığının fiyat istikrarını sağlamada çok önemli bir kurumsal etken olduğu yönünde bir görüş birliği bulunmaktadır. Fischer (1996: 35), daha bağımsız merkez bankasına sahip olan ülkelerin iktisadi büyüme ya da iktisadi büyümedeki değişkenlik açısından herhangi bir maliyet söz konusu olmaksızın ortalama olarak daha düşük enflasyona sahip olduklarını gösteren ampirik bulguların ikna edici olduklarını vurgulamıştır. Örneğin, Allesina ve Summers (1993: 151, 159) tarafından yapılan ampirik çalışmada da MB bağımsızlığının fiyat istikrarını teşvik edici olduğu ve MB bağımsızlığı ile sağlanan bir parasal disiplinin enflasyonun hem düzeyini hem de değişkenliğini azalttığı sonucuna ulaşılmıştır. Alesina ve Gatti (1995: 200) de MB bağımsızlığının ortalama enflasyon ile çıktıdaki değişkenliği azalttığını ileri sürmüşlerdir. Carlstrom ve Fuerst (2006: 1), 1980'lerin başlarından beri enflasyondaki dünya çapında yaşanan düşüşün çok büyük bir kısmının, MB bağımsızlığına karşı uluslar arası çapta bir yöneliş olmasından kaynaklandığını ifade etmiştir. Fischer (1996: 35), diğer taraftan, bağımsız bir merkez bankasına sahip olmadan da düşük enflasyona sahip olmanın mümkün olduğunu, fakat yine de ampirik bulguların, MB bağımsız ise daha düşük enflasyona sahip olmanın kuvvetle muhtemel olduğunu gösterdiğini vurgulamıştır. Fischer (1996)'a göre, merkez bankacılarının kendi ticaretini yaptıkları mükemmel olmayan bir dünyada, politik sistemler kısa dönemde fayda sağlayan enflasyonist politikaları tercih edip, bu politikaların uzun dönem maliyetlerini önemsemeyerek miyopik bir tutum sergileme eğilimine girmektedirler. Bununla birlikte, fiyat istikrarının sağlanmasından sorumlu bağımsız bir MB bu enflasyonist eğiliminin üstesinden gelebilir. Cukierman (1994: 1438), da sanayileşmiş ülkeler baz alınarak yapılan birçok çalışmada, bağımsızlık ile enflasyon arasında negatif bir ilişki bulunduğunu, bununla birlikte bağımsızlık ile iktisadi büyüme arasında herhangi bir bağlantı bulunmadığını vurgulayarak bu bulgu neticesinde çalışmalarda “MB bağımsızlığı *free lunch (bedava öğün)* fırsatı sunmaktadır” yorumuna ulaşıldığını ifade etmektedir. Burada *free lunch* olarak tabir edilen ve bedava öğün olarak Türkçeye çevrilebilen kavram ile kastedilen; MB bağımsızlığı sayesinde, iktisadi büyüme sürecine müdahale edilmeksizin enflasyonun düşürülebileceği hususudur.

**Grafik 2.1 Enflasyon ve Merkez Bankası Bağımsızlığı**



**Kaynak:** Serdengeçti, 2002a, s. 17.

Enflasyonun dikey eksen de, bağımsızlık endeksinin ise yatay eksen de gösterildiği grafik 2.1'de görüldüğü gibi bağımsızlık ile enflasyon arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Grafikte, sağa doğru gidildikçe bağımsızlık azalmakta, yukarıya doğru gidildikçe ortalama enflasyon artmaktadır.

Literatürde MB bağımsızlığı ile enflasyon arasında negatif korelasyon bulgusunu işaret eden çalışmalardan diğerleri şu şekildedir: Cukierman, Webb ve Neyaptı (1992), Brumm (2000), Jácome ve Vázquez (2005). Bununla birlikte Cukierman, Webb ve Neyaptı (1992) bu negatif korelasyon bulgusunun sadece sanayileşmiş ülkeler için geçerli olduğunu, gelişmekte olan ülkelerde böyle bir durumun söz konusu olmadığını ifade etmişlerdir. Agénor (2001: 24) tarafından da en azından 1980'ler için değişkenler arasında güçlü bir ilişkinin gözlenmediğini ifade etmişlerdir. Buna benzer şekilde Carlstrom ve Fuerst (2006: 3) de bulgularının sanayileşmiş ülkeler için geçerli olduğunu, bununla birlikte gelişmekte olan ülkeler için MB bağımsızlığı ile enflasyon arasında uzun dönemli bir ilişkinin zayıf da olsa olduğunu ve bu bağlamda bağımsızlığın önemsiz bir konu olmadığını vurgulamıştır. Konuyla ilgili farklı görüşler

için özellikle Cukierman (2006), Brumm (2000) ve Daunfeldt ve Laun (2003) çalışmalarına göz atılabilir.

#### 2.4.1.1 Merkez Bankası Bağımsızlığının Çeşitli Unsurları

MB bağımsızlığını anlatırken buraya kadar olan bölümde bağımsızlığı genel anlamda kullandık. Çoğu çalışmada *kurumsal bağımsızlık (institutional independence)* olarak nitelendirilen bu genel tanımlamaya göre; kurumsal anlamda bağımsız bir MB, tam bir yasal otonomiye sahip olmalı ve enflasyon hedefi ile çelişki yaratabilecek tüm mali ve/veya politik baskılardan uzak kalmalıdır (Batini, Breuer, Kalpana ve Roger, 2006: 18 ve Batini, Kuttner ve Laxthon, 2005: 175).

Litaretüre baktığımızda, bununla birlikte, MB bağımsızlığının çeşitli unsurlara ayrılarak değerlendirildiğini görmekteyiz. Çoğu tartışma, özellikle bağımsızlığın iki boyutu üzerinde odaklanmaktadır. Birinci boyut, politika hedeflerinin belirlenmesinde merkez bankasını politik etkiden izole eden kurumsal vasıfları kapsamaktadır. İkincisi ise, para politikası hedeflerinin takip edilmesinde merkez bankasının politikasını serbestçe uygulayabilmesine olanak tanıyan unsurları kapsamaktadır. Grilli, Masciandaro ve Tabellini (1991), bunlardan birincisini '*politik bağımsızlık (political independence)*', ikincisini ise '*iktisadi bağımsızlık (economic independence)*' olarak adlandırmıştır. Bununla birlikte, Debelle ve Fischer (1994) bu kavramları sırasıyla '*amaç bağımsızlığı (goal independent)*' ve '*araç bağımsızlığı (instrument independence)*' olarak adlandırmıştır ve bu daha yaygın bir terminolojidir. *Amaç bağımsızlığı*, doğrudan bir mali otorite baskısı altında kalmaksızın merkez bankasının, MB yasasında da geçen çeşitli hedefleri (tam istihdam, büyüme, fiyat istikrarı gibi) arasından *öncelikli hedefini* kendisinin belirleyebilmesi olanağını ifade etmektedir. Örneğin, İngiltere'de enflasyon hedefi hükümet tarafından belirlendiği için İngiltere MB (The Bank of England) için amaç bağımsızlığı söz konusu değildir. Amerika'da FED ise yüksek düzeyde bir amaç bağımsızlığına sahiptir. *Araç bağımsızlığı* ise, merkez bankasının para politikası hedeflerini izelerken kullanacağı politika araçlarını serbestçe belirleyebilmesini ifade eder. İngiltere MB, amaç bağımsızlığına sahip değil iken, araç bağımsızlığına sahiptir. Yeni Zelanda, FED ve ECB (Avrupa MB) tam araç

bağımsızlığına sahip olan diğer merkez bankalarıdır (Walsh, 2005: 3-4, Lybek, 2004: 3, TCMB, 2006a: 7).

Amaç ve araç bağımsızlığının dışında bir de *hedef bağımsızlığı* (*target independence*), *finansal bağımsızlık* (*financial independence*) ve *sınırlı bağımsızlık* ya da *bağımlılık* (*limited or no autonomy*) durumları vardır.<sup>22</sup> Tüm bu tanımlamalarla birlikte, ülke örneklerine bakıldığında da görülmektedir ki, *bugün modern anlamda MB bağımsızlığı; merkez bankalarının, en azından hedeflerine ulaşma yolunda hangi araçları kullanacağını serbestçe belirleyebilmesi; yani araç bağımsızlığına sahip olması anlamına gelmektedir.* EH rejimi uygulayan bir merkez bankasının araç bağımsızlığına sahip olması ve kamuya kredi vererek hükümetin açıklarını finanse etmek gibi fiyat istikrarı ile çelişen görevlerinin olmaması rejimin başarılı olabilmesi için şarttır (TCMB, 2006a: 7). Diğer taraftan, kimi çalışmalarda da belirtildiği üzere, bağımsızlık merkez bankasının kendi amaçlarını serbestçe belirleyebileceği bir unsur yani amaç bağımsızlığını da içermek zorunda değildir. Debelle ve Fischer (1994), merkez bankasının *amaç bağımlı* (*goal dependent*) olmasının ve *araç bağımsızlığına* sahip olmasının MB açısından daha uygun olabileceğini ileri sürmektedir (Debelle, 1997: 7). Duman (2002: 12), amaç bağımsızlığının enflasyon hedeflemesinde anahtar unsur olmadığını ve para ve maliye politikaları arasında iyi bir koordinasyon sağlayabilmek için amacın hükümet ve MB tarafından benimsenmesi gerektiğini ifade etmektedir. Zaten, EH uygulayan merkez bankaları genellikle, amaç bağımsızlığına sahip değildir – hükümet, para politikası hedeflerini kendisi belirlemekte ve MB bu hedeflerin belirlenmesinde herhangi bir takdir yetkisine sahip değildir. Hedefler, ya MB tüzüğünde ya hükümet direktiflerinde ya da anlaşmalarda kanundaki detaylara bağlı olarak yer almaktadır. Bununla birlikte, para politikası hedeflerinin (ya da hedefinin) yasama çerçevesi içerisinde oluşturulması, EH çerçevesi için bir ön koşul olmamıştır

---

<sup>22</sup> *Hedef bağımsızlığı;* merkez bankasının seçilmiş olan temel amacı doğrultusunda bu amaca yönelik rakamsal hedefini kendisinin belirleyebilemsidir. *Finansal bağımsızlık;* merkez bankasının görevlerini yerine getirebilmek için yeterli mali kaynağa sahip olmasını ve kamuya mali destek *sağlamamasını* ifade etmektedir. *Sınırlı bağımsızlık ya da bağımlılık* ise merkez bankasının neredeyse bir hükümet ajanı olarak çalıştığı durumu ifade eder. Bu durumda hükümet, politikaları (amaçları ve hedefleri) belirlediği gibi aynı zamanda uygulamayı da etkilemektedir. Bu son durum özellikle merkezi planlı ekonomilerde ve bazı gelişmekte olan ülkelerde geçerli olabilmektedir (Lybek, 2004: 4, ve TCMB, 2006a: 7).

(Tuladhar, 2005: 5). Çoğu sanayileşmiş ülke ile Brezilya ve Tayland da, yasal çerçevelerini revize etmeden önce enflasyon hedeflemesini uygulamaya başlamışlardır (Carare, Schaechter, Stone ve Zelmer, 2002: 7). Bununla birlikte, Carare vd. (2002: 6) ideal olarak, muhtemel EH ülkelerindeki MB kanununun, fiyat istikrarının para politikasının öncelikli hedefi olarak tanımlanacak şekilde değiştirilmesi gerektiğini ifade etmişlerdir. Zaten, enflasyon hedeflemesini benimsemiş gelişmekte olan ülkeler genel olarak, enflasyon hedefini uygulamaya koymadan önce, uygun bir MB bağımsızlık düzeyi içerecek şekilde bir MB yasal çerçevesi benimsemeyi tercih etmişlerdir. Gelişmekte olan ülkelerin böyle bir tutum sergilemelerinin nedeni, EH sisteminin temelini oluşturacak bir formal yasal çerçevenin sistemin güvenilirliğinin tesis edilmesine yardımcı olacağı beklentisidir. Bu tutum bu tür ülkelerin, para politikasına hükümet müdahalesi, daha yüksek ve değişken enflasyon oranları, az gelişmiş finansal sistem, hükümet borçlarının enflasyonist monetizasyona açıklığı ve döviz kuru krizlerine duyarlılığı gibi durumlarını yansıtmaktadır.

Tablo 2.1'den de görüldüğü üzere, birçok ülke uygulamasında fiyat istikrarı, zaman tutarsızlığı probleminden kaçınmak amacıyla para politikasının *tek hedefi* ya da herhangi bir politika çatışması durumunda karışıklıktan kaçınmak amacıyla *öncelikli hedef* olarak belirlenmektedir. Birkaç ülkede yasa, para politikası hedefini, daha geniş bir şekilde, yurtiçi fiyat istikrarı (içsel) ve döviz kuru istikrarı (dışsal) olarak yorumlanacak şekilde belirlemektedir. Çoklu hedef durumunda, fiyat istikrarı genellikle öncelikli hedef olarak belirlenir ve bazen yasal koşullar fiyat istikrarının üstünlüğünün sağlanması için belirlenir. Örneğin, Yeni Zelanda MB tüzüğü merkez bankasının, fiyat istikrarı hedefi ile çelişecek olan hükümetin döviz kuruna ilişkin direktiflerine uymayabileceğine olanak tanımaktadır (Tuladhar, 2005: 7). Hedef bağımsızlığını incelediğimizde, EH uygulayan 24 ülkeden 5 ülkede hedefin hükümet tarafından, 8 ülkede MB tarafından ve geri kalan 11 ülkede ise hükümet + MB tarafından belirlendiği görülmektedir.

**Tablo 2.1 Merkez Bankası Bağımsızlığı**

Ülkeler	Amaç Bağımsızlığı <i>Kanuni Hedef</i>	Hedef Bağımsızlığı <i>Hedefin Belirlenmesi<sup>a</sup></i>	Araç Bağımsızlığı <i>Hükümete Kredi</i>
Avustralya	Çoklu Hedef	H + MB	Var
Brezilya	Enflasyon Hedefi	H + MB	Yok
Kanada	Çoklu Hedef	H + MB	Var (sınırlı)
Şili	Fiyat + Finansal İstikrar	MB	Var
Kolombiya	Fiyat İstikrarı	H + MB	Yok
Çek Cum.	Fiyat İstikrarı	MB	Yok
Macaristan	Fiyat İstikrarı	H + MB	Yok
İzlanda	Fiyat İstikrarı	H + MB	Yok
Endonezya	Para İstikrarı	H	Yok
İsrail	Fiyat İstikrarı	H	Yok
Kore	Fiyat İstikrarı	MB	Var
Meksika	Fiyat İstikrarı	MB	Var
Yeni Zelanda	Fiyat İstikrarı	H + MB	Var
Norveç	Düşük, istikrarlı enflasyon	H	Yok
Peru	Parasal istikrar	H + MB	Yok
Filipinler	Fiyat İstikrarı	H + MB	Var (sınırlı)
Polonya	Fiyat İstikrarı	MB	Yok
Romanya	Fiyat İstikrarı	H + MB	Yok
Slovak Cum.	Fiyat İstikrarı	MB	Yok
Güney Afrika	Para istikrarı	H	Var
İsveç	Fiyat İstikrarı	MB	Yok
Tayland	Parasal istikrar	MB	Var
<b>Türkiye</b>	<b>Fiyat İstikrarı</b>	<b>H + MB</b>	<b>Yok</b>
İngiltere	Fiyat İstikrarı	H	Yok

**Kaynak:** Heenan, Peter ve Roger, (2006: 8) ve TCMB (2006a: 11)

<sup>a</sup> H: Hükümet, MB: Merkez Bankası

#### 2.4.2 Hesap Verebilirlik – Şeffaflık – İletişim Politikaları

Hesap verebilirlik; merkez bankasının bağımsız olmasının bir gereği olarak, uyguladığı politikalar ve sonuçlarına ilişkin toplumun her kesimine karşı sorumlu olmasıdır. Bu kapsamda, bir bütün olarak düşünüldüğünde, merkez bankasının yasalarla desteklenmiş net ve belirli bir hedefi ve bu hedefe ulaşmada bağımsız olarak

kullanabileceği politika araçları varsa, bağımsızlık ve hesap verebilirlik birbirlerini tamamlayan unsurlar olmaktadır. Yani, merkez bankasının fiyat istikrarına ulaşmada kendi kararlarını alabilen (tek başına ya da hükümetler ile birlikte) bağımsız bir otorite olmaları hesapverebilir olmasını gerektirmektedir (TCMB, 2006a: 8 ve Serdengeçti, 2002a: 18).

EH rejimi, merkez bankasının başarısının değerlendirilmesi açısından çok açık bir ölçüt sunmaktadır; enflasyon hedefinin tutturulması. Bu ölçüte bağlı olarak, hesap verebilirlik çerçevesinde, gerçekleşen enflasyonun hedeften sapması halinde MB sapmanın nedenlerini ve alınması gereken önlemleri kamuoyuna açıklamakla doğrudan sorumlu olmaktadır. Bu kapsamda şeffaflık ve etkin iletişim politikası da hesap verebilirlik ile sıkı sıkıya bağlantılıdır (TCMB, 2006a: 8). Merkez bankasının hesap verebilir sıfatını taşıyabilmesi için politikalarını oluştururken ve uygularken aynı zamanda şeffaf olması gerekmektedir. Ekonomideki birimlere hedeflerini ve uygulamalarını en açık bir şekilde anlatmak, kısaca şeffaf olmak hesap verebilir olmanın gerektirdiği bir nitelik olmanın yanı sıra merkez bankasının hedefine ulaşmada, yani ekonomideki bekleyişlerin kendi hedefleri ile örtüşmesini sağlamada önemli bir araçtır (Debelle, 1997: 17 ve Serdengeçti, 2002a: 18). Şeffaflık aslında, kurumlar ile bireyler arasındaki karar verme sürecindeki belirsizliği azaltan ve halk ile hükümetin merkez bankasının eylemleri ile başardığı sonuçları değerlendirebilmesine olanak tanıyan bir önkoşuldur. Başarılı bir para politikası uygulaması için şeffaflığın önkoşul olduğuna ilişkin görüşe giderek daha çok iktisatçı ve merkez bankacısı katılmaktadır. Şeffaf bir para politikası, MB üzerine kısıt koyarak merkez bankasının hedeften sapmasını zorlaştırmaktadır. Böylece, şeffaf bir para politikası, eylemleri bağlamında merkez bankasının hesap verebilir durumda olma olasılığını artırarak nihayetinde başarılı bir para politikası uygulama olasılığını arttırmaktadır (Petursson, 2000: 42-43). Para politikasının başarılı bir şekilde uygulanabilmesi, şeffaflık ve açıklık koşullarının, EH sisteminin güvenilirliğini geliştirecek önemli unsurlar olmasının sonucudur. Merkez bankasının aldığı kararlara ilişkin kamuoyu nezdinde hesap verebilir kılınması, enflasyon hedefinin başarıma güdüsünü arttırmakta ve kamuyunun merkez bankasının yapabileceklerine olan inancını güçlendirmektedir (Agénor, 2001: 27).

Uygulanan politikaların kamuoyuna iyi bir şekilde açıklanması MB tarafından izlenen politikaların sonuçlarını aynı ölçüde etkileyecektir. Sonuçta bu süreç, fiyat istikrarına ulaşılması açısından gerekli kamuoyu desteğinin sağlanması anlamında önem taşımaktadır. Uygulanan politikalar eğer piyasa oyuncuları tarafından doğru bir şekilde algılanmazsa politikaların büyük ölçüde başarısızlıkla sonuçlanması da kaçınılmaz olacaktır. Bu nedenle EH stratejisi uygulayan ülkeler açısından kamuoyunun bilgilendirilmesi öncelikli konular arasında yer almaktadır. Bu kapsamda merkez bankaları tarafından enflasyon raporları (üç ya da altı ayda bir), yıllık raporlar, komite (kurul) toplantı tutanakları yayınlamakta, ayrıca; web sitelerinin etkin kullanımı, düzenli basın toplantıları, konferanslara katılım sağlanması ve belirli ekonomi dergilerinde makaleler yayınlanması suretiyle de kamuoyu desteğinin sağlanmasına yönelik aktif bir iletişim politikası izlenmektedir (Öğretmen, 2004: 13-14).

EH stratejisi genellikle, merkez bankalarının halk ve piyasalar ile olan iletişimde kaydedilen önemli gelişmeler ile para politikasının şeffaflığında kaydedilen önemli gelişmeleri takiben benimsenmeye başlanmıştır. Enflasyonu hedefleyen birçok ülke enflasyon raporları, para politikası bildirimleri, MB komite toplantı tutanakları, MB modelleri ve enflasyon tahminleri yayınlamaya başlamışlardır. Merkez bankaları tarafından ortaya konulan bu büyük iletişim çabası, enflasyon hedeflerinin tutturulmasında enflasyon beklentilerinin ve politika güvenilirliğinin oynadığı anahtar rol düşünüldüğünde, tartışmalı olarak, diğer alternatif parasal rejimlere göre daha önemli olabilmektedir (Mishkin ve Hebbel, 2001: 9).

Ek-1'de yer alan tablo 6.1'de EH uygulayan ülke merkez bankalarının çeşitli kriterler açısından hesap verebilirlik, şeffaflık ve iletişim durumları incelenmektedir. Tablodan da görüldüğü üzere, MB politikasını hesap verebilir ve şeffaf kılabacak mekanizmalar, uygulamada ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Bazı ülkelerde uygulama oldukça resmi düzenlemeler içerirken bazılarında uygulama daha az resmidir (Heenan, Peter ve Roger, 2006: 11).

### 2.4.3 Karar Mekanizmasına İlişkin Düzenlemeler

EH stratejisini benimsemiş bir MB’nda karar mekanizmasının yapısı, birkaç amaca ulaşmayı amaçlamalıdır. Bu amaçlar şöyle sıralanabilir; MB’nın karar mekanizması bağımsızlığının sağlanması; politika kararlarını etkileyecek uygun bilgi ve uzmanlığı getirmek; verimli ve etkili politika kararlarını teşvik etmek ve politika kararları için uygun hesap verebilirliği sağlamak. Diğer taraftan bu amaçların başarılmasında, ödünleşmeler ile karşılaşmak olasıdır. Ayrıca bu durum ülkeden ülkeye ve kültürden kültüre değişmektedir. Dolayısıyla, ‘en iyi’ modelin olması olasılığı yoktur. Uygulamada da, enflasyonu hedefleyen merkez bankalarının karar mekanizması yapılarının ciddi ölçüde değiştiği görülmektedir (Heenan, Peter ve Roger, 2006: 12-13).<sup>23</sup>

Ek-1’de yer alan tablo 6.2’de EH uygulayan 24 ülkenin MB karar mekanizmasına ilişkin bilgiler sunulmaktadır. EH uygulayan ülkelerde uygulanacak olan para politikasına ilişkin MB kararlarının, Yeni Zelanda ve İsrail hariç olmak üzere, genelde belli bir kurul / komite tarafından alındığı görülmektedir. 24 ülke arasından sadece Yeni Zelanda ve İsrail’de karar mercii doğrudan MB başkanının kendisidir. Ancak İsrail’de para politikası komitesinin tavsiyesi de alınmaktadır. Türkiye’de de para politikası kurulu (komitesi) (PPK) karar alıcı konumdadır ve ayda bir kez toplanmaktadır (Yılmaz, 2006a: 17). Para politikası komiteleri ise, araç bağımsızlığının kurumsallaşmasıdır. Para politikası komiteleri karar mekanizmasının tek bir şâhısa olan bağlılığını azaltmakta ve bilgiye dayalı karar verme sürecine katkıda bulunmaktadır. Çoğu durumda aslında komite, başkanlar kurulu ve yönetim kurulu ile aynıdır (Roger ve Stone, 2005: 10).

Uygulamada karar süreci içindeki bazı ülkelerde hükümeti temsilen bir kişinin gözlemci ve/veya asıl üye olarak komitelerde yer alması da dikkat çekmektedir. İngiltere, Macaristan ve Şili’de hükümeti temsilen Maliye Bakanı (veya Bakanı temsilen bir kişi) gözlemci sıfatıyla komite toplantılarına katılmaktadırlar. Bu kişilerin

---

<sup>23</sup> Tuladhar (2005) ve Vandenbussche (2006)’ya bakınız.

oy hakları bulunmamaktadır. Ancak Kolombiya’da Maliye Bakanı doğrudan Kurul’un bir üyesidir (Öğretmen, 2004: 8). Birçok ülkede kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararlar, PPK, Banka Yönetim Kurulu gibi farklı adlar altında yapılan kurullar tarafından onaylanarak alınırken, bazı ülkelerde ise tek başına MB Başkanı tarafından alınmaktadır (TCMB, 2006a: 14).

## **2.5 Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Operasyonel Çerçevesi**

Bir EH rejiminin uygulanabilmesi için operasyonel bir çerçevenin oluşturulması, parasal otoritenin çeşitli adımları atmasını gerektirmektedir. İlk olarak, hedef için bir fiyat endeksi ve hedefin miktarı belirlenmelidir. Parasal otorite ayrıca, hangi koşullar altında enflasyon hedeflemesinden kaçış yollarının (escape clauses) ya da vazgeçme imkânlarının icap ettiğini potansiyel güvenilirlik kaybını da hesaba katarak belirlemeli, enflasyon hedefinin başarılmasının para politikasının diğer tüm hedeflerinden önce geldiğini kamuoyuna anlatmalı ve onları ikna edebilecek şekilde kararlar almalıdır (Agénor, 2001: 29).

Bir EH rejiminde enflasyon hedefi tasarlanırken belirtilmesi gereken çeşitli parametreler bulunmaktadır. Bu parametreler ülke uygulamalarında ülkeye özgü faktörler nedeniyle farklılık gösterebilmektedir. EH rejiminin operasyonel özelliklerini oluşturan parametreler şu şekilde sıralanabilir: enflasyon hedefinin kim tarafından tayin edileceği, enflasyonun ölçümünde kullanılacak olan fiyat endeksinin seçimi, nokta hedefin mi yoksa bant hedefinin mi benimseneceği yani tolerans aralığının (*tolerance interval*) olup olmayacağı ve olacaksa da hedef bandın genişliğinin ne olacağı, hedef seviyesi, hedefin zamansal boyutu yani hedef ufku ve kaçış yollarının olup olmadığı. Bu bölümde tüm bu uygulama özellikleri ülke örnekleri bağlamında incelenecektir. Enflasyonu hedefleyen 24 ülkeye ilişkin uygulama özellikleri tablo 2.2’de özetlenmiştir.

**Tablo 2.2 EH Uygulayan Ülkelerde Operasyonel Çerçeve: Uygulama Özellikleri**

Ülkeler	Hedefin Tayini	Hedef Ufku (2006)	Hedefin Niteliği	Hedef Aralığı	Kaçış Yolları
Avustralya	H+MB	Belirsiz (sürekli)	TÜFE enf.	Bant hedef	Yok
Brezilya	H+MB	2 yıl	TÜFE enf.	Nokta hedef	Yok
Kanada	H+MB	5 yıl (çoklu yıl)	TÜFE enf.	Nokta hedef	Yok
Şili	MB	Belirsiz (sürekli)	TÜFE enf. <sup>a</sup>	Nokta hedef	Yok
Kolombiya	H+MB	3 yıl (çoklu yıl)	TÜFE enf.	Bant hedef	Yok
Çek Cum.	MB	Belirsiz (sürekli)	TÜFE enf.	Nokta hedef	Var
Macaristan	H+MB	3 yıl (çoklu yıl)	TÜFE enf.	Nokta hedef	Yok
İzlanda	H+MB	Belirsiz (sürekli)	TÜFE enf.	Nokta hedef	Yok
Endonezya	H	3 yıl (çoklu yıl)	TÜFE enf.	Nokta hedef	Yok
İsrail	H	Belirsiz (sürekli)	TÜFE enf.	Bant hedef	Yok
Kore	MB	3 yıl (çoklu yıl)	Çekirdek enf.	Nokta hedef	Yok
Meksika	MB	Belirsiz (sürekli)	TÜFE enf.	Nokta hedef	Yok
Yeni Zelanda	H+MB	Belirsiz (sürekli)	TÜFE enf.	Bant hedef	Var
Norveç	H	Belirsiz (sürekli)	TÜFE enf.	Nokta hedef	Yok
Peru	H+MB	Belirsiz (sürekli)	TÜFE enf.	Nokta hedef	Yok
Filipinler	H+MB	2 yıl	TÜFE enf.	Bant hedef	Var
Polonya	MB	Belirsiz (sürekli)	TÜFE enf.	Nokta hedef	Var
Romanya	H+MB	2 yıl	TÜFE enf.	Nokta hedef	Var
Slovak Cum.	MB	Belirsiz (sürekli)	TÜFE enf.	Üst sınır	Var
Güney Afrika	H	3 yıl (çoklu yıl)	TÜFE enf. <sup>b</sup>	Bant hedef	Var
İsveç	MB	Belirsiz (sürekli)	TÜFE enf.	Nokta hedef	Var
Tayland	MB	Belirsiz (sürekli)	Çekirdek enf.	Bant hedef	Yok
<b>Türkiye</b>	<b>H+MB</b>	<b>3 yıl (çoklu yıl)</b>	<b>TÜFE enf.</b>	<b>Nokta hedef</b>	<b>Yok</b>
İngiltere	H	Belirsiz (sürekli)	TÜFE enf.	Nokta hedef	Yok

**Kaynak:** TCMB (2006a: 11), Yılmaz (2006a: 4 ve 10), Heenan, Peter ve Roger (2006: 12 ve 19), Ülke merkez bankalarının internet siteleri.

<sup>a</sup> Şili aslında hem TÜFE hem de çekirdek enflasyonu hedeflemiştir. Bu çerçevede Şili Merkez Bankası gelecek 12 aylık dönem için çekirdek enflasyona, daha sonraki uzun dönemler için ise TÜFE enflasyonuna odaklanmaktadır.

<sup>b</sup> Güney Afrika ipotek faiz ödemelerinin hariç tutulduğu TÜFE endeksini (CPI excluding mortgage interest payment) hedeflemiştir.

### 2.5.1 Hedefin Tayini

EH stratejisinin başarıya ulaşması açısından para ve maliye otoriteleri arasındaki zorunlu işbirliği, hedefi belirleme yetkisinde kendini göstermektedir (Öğretmen, 2004: 8). Enflasyon hedefini kimin tayin edeceği konusu ise, MB bağımsızlığı ile yakından

ilişkilidir. Daha önceden de açıkladığımız gibi MB bağımsızlığının çeşitli unsurları bulunmaktadır ve bağımsızlık merkez bankasının kendi amaçlarını serbestçe belirleyebileceği bir unsur yani amaç bağımsızlığını da içermek zorunda değildir. Debelle ve Fischer (1994), merkez bankasının amaç bağımlı olmasının ve araç bağımsızlığına sahip olmasının MB açısından daha uygun olabileceğini ileri sürmektedir (Debelle, 1997: 7).

Orta dönemli enflasyon hedefini, merkez bankasından ziyade hükümetin belirleyip belirlememesi sorusu zor bir sorudur. Eğer enflasyon cari olarak düşük ise, orta dönemli hedefin uzun dönemli hedefle aynı olması muhtemeldir ve bundan dolayı aralarında bir çatışma yoktur, ki bu durum birçok EH rejiminde olduğu gibi hükümetin orta dönemli hedefi belirlemesi gerektiği durumu kolaylaştırmaktadır. Bununla birlikte, eğer enflasyon cari olarak, uzun dönem hedefinden uzak ise bu durumda orta dönemli hedefi kimin belirleyeceği sorusu daha karmaşıktır. Para politikasının enflasyon üzerindeki etkisinin gecikmesinin uzunluğu teknik bir konudur ve MB bunu belirleyebilmede politikacılardan çok daha niteliklidir. Bu yüzden, enflasyonun uzun dönem hedefine ne kadar sürede dönmesi gerektiği, eğer zaman tutarsız politikalardan kaçınılmak isteniyorsa, kısa dönemli politik baskıdan izole edilmesi gereken bu gecikmelere ilişkin bir hüküm gerektirmektedir. Bu da, merkez bankasının orta vadeli hedefi belirleyeceğini ifade etmektedir, çünkü enflasyonun uzun dönem hedefine ne kadar çabuk yaklaşacağı para politikasının enflasyon üzerindeki gecikmeli etkilerini yansıtmaktadır. Açıkça, enflasyon uzun dönem hedefinden uzaklaşırsa orta vadeli enflasyon hedefini kimin belirlemesi gerektiği konusunda bir ödünleşme (trade-off) vardır. Yani, *amaç bağımlılığı* argümanı orta dönemli hedefi hükümetin belirlemesi gerektiğini savunurken, *araç bağımsızlığı* argümanı hedefi merkez bankasının belirlemesi gerektiğini savunmaktadır. Aslında bu durum, orta dönemli hedefler ile uzun dönemli hedeflerin birbirine çok yakın olmasının muhtemel olduğu sanayileşmiş ülkeler açısından bir ikilem yaratmayabilir, ancak yüksek enflasyondan düşük enflasyona geçiş aşamasında olan ülkeler için orta dönemli enflasyon hedefini hükümetin belirlemesi gerektiği hususu çok da net değildir (Mishkin ve Hebbel, 2001: 19-20 ).

EH rejimini benimseyen ülke deneyimleri incelendiğinde, rakamsal enflasyon hedefinin kimin tarafından belirleneceğinin ülkeden ülkeye farklılık gösterdiği görülmektedir. Tablo 2.2'den de görüleceği üzere, rejimi uygulayan 24 ülkeden 5'inde hükümet, 8'inde MB hedefi belirlerken, 11'inde hükümet ve MB birlikte hedefi belirlemektedir.

### 2.5.2 Hedef Ufku<sup>24</sup>

Para politikası enflasyonu ancak uzun gecikmelerle etkileyebildiğinden, spesifik bir enflasyon hedefi hemen tutturulamayabilir, fakat uzun dönemde hedefe ulaşılabilir. Ayrıca, politika ve etki süreci arasındaki müdahale döneminde ekonomik şoklar meydana gelebilmektedir. Bundan dolayı para politikası yapıcıları, enflasyon hedefine ulaşılması için uygun hedefleme süresini belirlemelidir (Mishkin ve Posen, 1997: 19).

Hedefleme süresi, merkez bankasının hedeflenen enflasyon oranına ulaşmayı taahhüt ettiği periyodu ifade etmektedir (Carare, Schaechter, Stone ve Zelmer, 2002: 29). Daha açık bir ifadeyle hedefleme süresi, hedef enflasyonun ilan edildiği dönem başlangıcı ile hedefin gerçekleştirilmesinin beklendiği dönem arasındaki süreyi ifade etmektedir (Öğretmen, 2004:12). Hedefleme süresinin uzunluğunun ne olacağı çok önemlidir. Zira hedefleme süresinin çok uzun ya da çok kısa seçilmesi bazı açılardan problemler yaratabilmektedir. Bu açıdan optimal hedefleme süresinin belirlenebilmesi politikanın başarısını etkileyen önemli bir faktördür. Hedef ufkunun seçiminde Heenan, Peter ve Roger (2006: 24) şu etkenlerin göz önünde bulundurulması gerektiğini ifade etmişlerdir:

- Enflasyonist beklentilere bir çapa işlevi görebilmesi için, hedefleme süresi orta döneme, en azından çoğu insanın iktisadi planlama ufukları kadar olan bir döneme kadar, uzatılmalıdır.

---

<sup>24</sup> *Hedef ufku* terimi 'target horizon' teriminin karşılığı olarak aynı zamanda *hedefleme süresi*, *hedef politikası* ya da *zaman aralığı* olarak da kullanılmaktadır.

- Bununla birlikte, orta dönemli hedefleme süreleri merkez bankasının hesap verebilirliğini tesis etmede daha az yararlı olabilmektedir. EH rejiminde enflasyon tahmini, *hedef* olarak işlev gördüğü için hedefleme süresi para politikasının aktarımında ortaya çıkan gecikmelerden daha uzun olmalıdır, fakat bu süre merkez bankasının anlamlı tahminler üretebileceği bir zaman çerçevesinden daha uzun olmamalıdır.
- Hedef ufku ne kadar uzun olursa, merkez bankasının çıktı ve kur istikrarı gibi diğer kısa vadeli hedefleri takip edebilmesine ilişkin mevcut esnekliği de o kadar büyük olacaktır. Diğer taraftan, uzun bir hedefleme süresi, özellikle eğer MB kısa dönemde diğer hedefleri takip ediyor gibi görülüyor ise hedefin güvenilirliğini azaltabilecektir. Bu yüzden hedefleme döneminin uzunluğu, merkez bankasının enflasyon hedefi ile kısa dönem istikrarı başarması arasındaki ödünleşmeye ilişkin tercihlerini yansıtmak zorundadır.

Mishkin ve Hebbel (2001: 12-13) ve Mishkin (2000c: 210-211), çok kısa bir hedef ufku belirlemenin, çeşitli dezavantajları olduğunu ifade etmektedirler. Hedef ufkunun çok kısa olmasının yol açtığı problemlerden birisi, özellikle enflasyon hedefinin aralığı dar olduğu zamanlarda *denetlenebilirlik probleminin* ortaya çıkmasıdır. Yani para politikası optimal bir şekilde uygulansa bile enflasyon hedeflerinin sıklıkla tutturulamaması söz konusu olabilmektedir. Örneğin, 1995 yılında Yeni Zelanda'da Reserve Bank % 0-2'lik bir yıllık enflasyon hedefi aralığını çok küçük bir farkla kaçırdığında, tam olarak bu durum meydana gelmiştir. Hedefin tutturulamaması çoğu kişi tarafından kısa dönemli olarak düşünülmesine ve enflasyonun daha sonradan düşmesine rağmen, bu durum MB kanunlarına göre başkanın kovulması demektir ve öyle de olmuştur. Enflasyon hedef aralığının ihlal edilmesi Yeni Zelanda örneğinde ciddi bir güvenilirlik kaybına yol açmamışsa bile, diğer koşullarda ya da gelişmekte olan ülkeler için böyle bir hadise MB açısından ciddi güvenilirlik kayıplarına yol açabilirdi. Hedefleme süresinin çok kısa belirlenmesinin ve dar bir hedef aralığının yol açtığı ikinci problem, *araç istikrarsızlığı* sorunudur. Araç istikrarsızlığı ile kastedilen, merkez bankasının enflasyon hedefini tutturmaya çalıştığı dönemde para politikası araçlarında ortaya çıkan aşırı salınımlardır. Üçüncü problem ise, kısa bir hedef ufkunun,

merkez bankasının kayıp fonksiyonundaki (loss function) çıktı dalgalanmalarına yeterince ağırlık verilmediğine işaret etmesidir.<sup>25</sup> Yeni Zelanda deneyimi bu duruma örnek olarak gösterilebilir. Yeni Zelanda'da Reserve Bank, enflasyonun 1997 yılı için belirlenen hedef aralığının üzerine çıkacağı endişesi nedeniyle 1996 yılı sonunda para politikasını sıkılaştırınca hedef ufkunun da çok kısa olması nedeniyle çıktıda aşırı dalgalanmalar yaşanmıştır (Mishkin, 2000a: 29).

Denetlenebilirlik ve araç istikrarsızlığı problemlerinden kaçınabilmek için merkez bankasının izleyebileceği dört yol vardır. Birincisi, MB, belirli koşullar altında EH rejiminin enflasyon hedefinden sapmalara müsaade edebileceği resmi kaçış yolları oluşturabilir. İkincisi, MB ilan edilen enflasyondan ziyade çekirdek enflasyonu (core inflation) hedefleyebilir. Üçüncü olarak, enflasyon hedefi için hedef aralığı genişletilebilir. Dördüncü olarak da, MB enflasyon hedeflerini gelecekteki birkaç yıl için yani çoklu yıl olarak belirleyebilir (Mishkin ve Hebbel, 2001:13).

Hedef ufkunun çok kısa seçilmesine ilişkin olarak ileri sürülen çözümlerden birisi, iki ve daha fazla yıl için enflasyon hedeflerinin belirlenmesidir. İki yıllık hedef ufku, otomatik olarak merkez bankasının çoklu yıl hedeflerinin olduğu anlamına gelir, çünkü cari yılın hedefi iki yıl önceden belirlenmiş olacaktır ki gelecek yıl için de aynı zamanda bir hedef olabilecektir. Çoklu yıl hedefleri durumunda, bir yıldan gelecek yıla olan hedef, yani enflasyon hedefi, ekonomide ortaya çıkan şoklar (özellikle arz şokları) nedeniyle zaman içinde değişebilmektedir. Böylece çıktıda meydana gelen dalgalanmaların aşırı olması önlenecektir. Eğer merkez bankaları, çıktıdaki dalgalanmalara ilişkin endişe taşıyorlar ise, enflasyon tahmini bu durumda uzun dönem enflasyon hedefine zaman içinde kademeli olarak yaklaşmalıdır. Bu durum, hatta politika gecikmelerinden de daha uzun bir hedefleme süresinin (ufkunun) enflasyon hedefi için uygun olabileceğini ima etmektedir. Diğer taraftan, EH yaklaşımının uygulama dönemi (yani zaman aralığı) gereğinden fazla uzadıkça kamuoyunda, MB tarafından arzulanan hedefin gerçekleşmeme olasılığının daha fazla olduğu ve merkez

---

<sup>25</sup> Svensson (1997) tarafından da ortaya koyulduğu üzere, uzun dönem enflasyon hedefine ilişkin oluşturulan daha hızlı bir hedef patikası, merkez bankasının kayıp fonksiyonundaki çıktı değişkenliğine daha az önem verildiğini göstermektedir.

bankasının bu hedefleme politikasını terk edeceği yönünde bir görüş oluşacak ve bu da önemli bir kredibilite kaybına neden olacaktır. Bu problem ile ilgilenmenin bir muhtemel yolu, optimal hedef ufku ile hedef aralığı arasında bir etkileşim olduğunun farkına varmaktır: eğer hedef aralığı genişletilirse, hedef ufku göreceli olarak (diyelim ki iki yıl olarak) kısa tutulabilir. Bununla birlikte, hedef aralığının genişletilmesinin de problemsiz olmadığı unutulmamalıdır. Şöyle ki, geniş bir hedef aralığı uygulamasında, merkez bankasının niyetlerine ilişkin olarak kamuoyunun kafası karışmakta ve hedef aralığının yükselen üst sınırı düşük enflasyon taahhüdünü muhtemelen daha belirsiz hale getirerek para politikasının güvenilirliğini azaltmaktadır (Mishkin, 2000c:13, Mishkin ve Hebbel, 2001: 14-15 ve Öztürk, 2003: 2).

EH rejimini uygulayan ülke örnekleri incelendiğinde, hedefleme sürelerinin genel olarak *iki yıllık*, *çoklu yıl* ve *belirsiz zaman süresi* gibi seçeneklerden birinin ülkelerin kendi iktisadi koşulları çerçevesinde tercih edildiği görülmektedir (Öğretmen, 2004:12). Tabloda 2.2'den de görüleceği gibi, EH rejimini benimsemiş olan 24 ülkeden üçü 2 yıllık, altısı 3 yıllık, biri 5 yıllık ve on dördü de sürekli, orta veya uzun vadeli adı altında zaman sınırı olmayan hedef ilan etmişlerdir. Hedef politikasını belirsiz olarak seçen ülkelerin genel olarak fiyat istikrarını sağlamış olan ülkeler olduğu dikkat çekicidir. Türkiye'de ise, TCMB tarafından da vurgulandığı üzere enflasyon hedeflerinin içsel tutarlılığını ve diğer makroekonomik öngörülerle uyumunu arttıracak gerekçesiyle 3 yıllık bir hedef politikası belirlenmiştir.

### **2.5.3 Hedef Seviyesi**

EH stratejisini uygulayan bir MB için önemli konulardan birisi de, uzun dönem enflasyon hedefinin ne olması gerektiği sorusudur. Bu konuya ilişkin olarak aslında çalışmanın birinci bölümünde gerekli değerlendirmelere yer verilmiştir. Çalışmanın 1.3.2. bölümünde *Fiyat İstikrarı nedir?* ve 1.3.3. bölümünde *sıfır Enflasyon-Pozitif Enflasyon Tartışmaları* başlığı altında optimal hedef seviyesinin ne olması gerektiği açıklanmaya çalışılmıştır.

Tekrar özetlemek gerekirse, Mishkin (2000c) ve Bernanke vd. (1999) tarafından da vurgulandığı üzere, FED eski başkanı Alan Greenspan tarafından yapılan ve yaygın bir biçimde atıfta bulunulan fiyat istikrarı tanımı (% 0-3 arası) makul görünmekte, fakat bizim de daha önceden değindiğimiz çeşitli faktörler (deflasyon riski gibi) nedeniyle uzun dönem enflasyonun sıfırın üzerinde fakat % 3'ün altında olmasının, tam olarak belirtmek gerekirse % 2'lik bir rakamın *oldukça* makul olduğu ifade edilmektedir. Mishkin (2000c: 11), % 2'lik bir oranın çok yüksek muhtemel maliyetleriyle birlikte ortaya çıkan deflasyon riskine karşı bir garanti sağladığını ve kamuoyunun bu rakamı merkez bankasının enflasyonu kontrol altında tutabilmesi için gerekli desteği sağlayarak makul olarak karşıladığını ifade etmektedir.

Bununla birlikte, gelişmekte olan ülkelerin çoğunda ülkeleri için optimal enflasyon oranının ne olması gerektiği konusunda bir uzlaşma yoktur. Bu ülkelerde düşük ve istikrarlı bir enflasyonun yararları nadiren ölçülebilmiş ya da enflasyon için kesin bir sayısal değere (veya aralığa) ilişkilendirilmiştir. Bu durum devam ettiği müddetçe bu gelişmekte olan ülkeler için orta dönemli bir enflasyon hedefinin seçimi keyfi olmak zorundadır. Yine de, gelişmekte olan ülkelerin sanayileşmiş ülkelere daha yüksek, yıllık % 4 ile % 8 arasında, bir orta dönemli enflasyon oranı elde etmeyi muhtemelen amaçlamaları gerektiği ve daha büyük arz şoklarına uyum sağlayabilmesi amacıyla hedefin daha geniş bir bant aralığında dalgalanmasına izin verilmesi gerektiği yönünde genel bir varsayımın olduğu görülmektedir (Masson, Savastano ve Sharma: 1997: 33-34).

#### **2.5.4 Fiyat Endeksinin Seçimi (Hedefin Niteliği)**

EH rejiminde, enflasyon hedefini tahmin ederken kullanılan fiyat serilerinin belirlenmesi bu yaklaşımın temel unsurlarından birini oluşturmaktadır. Ülke deneyimlerine bakıldığı zaman, hangi enflasyon sepetinin seçileceğinin ülkeden ülkeye farklılık gösterdiği görülmektedir. Buna göre ülkeler fiyat endeksi olarak TÜFE (Tüketici Fiyat Endeksi) ve Çekirdek Enflasyon (Core Inflation) gibi endeksler arasından tercih yapmaktadırlar. Carare, Schaechter, Stone ve Zelmer (2002: 28), uygun

fiyat endeksi seçiminin kontrol edilebilirlik (denetlenebilirlik) ve güvenilirlik arasındaki ödünleşme bağlamında tasarlanabileceğini ifade etmektedir.

EH rejimini uygulayan çoğu ülke (22 ülke) kamuoyu tarafından kolay anlaşılabilmesi, gündelik yaşam maliyetini iyi ölçmesi ve iletişim açısından avantajlı olması gibi nedenlerden dolayı TÜFE üzerinden hesaplanan enflasyon oranını hedeflemektedir (TCMB, 2006a: 12).<sup>26</sup> Bununla birlikte, TÜFE endeksi kapsamında yer alan bazı maddelerin uygulanan para politikasından ziyade daha çok dışsal unsurlardan etkilenmesi, yani para politikasının kontrolü dışında olması, bu endeksin enflasyon hedeflenmesinde kullanılması açısından sakıncalar yaratmaktadır. Bu tür dışsal unsurlar (Öğretmen, 2004: 9);

- Gıda fiyatları üzerinde etkili olan iklim koşullarındaki değişiklikler,
- Doğalgaz, benzin gibi hammadde fiyatları üzerinde etkili olan dünya genelindeki arz-talep dengesi,
- Maliye politikasındaki değişiklikler nedeniyle ortaya çıkan dolaylı vergi artışları şeklinde sayılabilir.

Bu nedenle EH rejimini uygulayan ülkelerin bir kısmı (2 ülke), fiyatlardaki geçici hareketleri dışlayarak enflasyonun altında yatan gerçek nedenleri gösterdiği ve böylece enflasyon eğilimi ile ilgili daha fazla bilgi sağladığı gerekçesiyle çekirdek enflasyonu hedeflemektedir. **Çekirdek enflasyon;** bazı mal grupları ile fiyat değişmelerine yol açan birtakım unsurların tüketici fiyat endeksi kapsamında izlenen sepetten çıkarılması sonucu ulaşılan daha dar kapsamlı bir enflasyon tanımıdır. Çekirdek enflasyon; dışsal etkilere (enerji fiyatlarında artış, mevsimsel koşullar, maliye politikası vs.) daha açık olan ve geçici nitelikler taşıyabilen mal ve hizmetlerin TÜFE sepetinden çıkarılmasıyla hesaplanır. Enflasyondaki temel eğilimlerin saptanmasında çekirdek enflasyon son derece önemlidir (TCMB, 2006a: 12).<sup>27</sup>

---

<sup>26</sup> **TÜFE;** kişilerin kullandıkları mal ve hizmet sepetlerini içeren, günlük yaşam maliyetini ölçme amacı taşıyan temsili bir tüketim sepetinin parasal değerinden oluşturulan bir endekstir. Tüm dünyada enflasyon TÜFE üzerinden hesaplanmaktadır (TCMB, 2006a: 27).

<sup>27</sup> Çekirdek enflasyona ilişkin daha detaylı bilgi için TCMB tarafından 2001 yılında yayınlanmış olan *Çekirdek Enflasyon Teknik Komite Çalışma Raporu*'na bakılabilir.

Çekirdek enflasyona ilişkin genel tanım bu şekilde olmakla birlikte, ülkelerdeki fiyat seviyelerini belirleyen unsurların farklı olması nedeniyle, tek tip çekirdek enflasyon uygulaması bulunmamaktadır. Diğer taraftan, TÜFE dışında ayarlanmış yeni bir endeksin oluşturulmasının uygulama açısından sağladığı avantajlara rağmen, hedeflemede kaçış yolunun açık olması şeklinde algılanması halinde merkez bankasının kredibilitatesini olumsuz etkileyeceği düşünülmektedir (Öğretmen, 2004: 10).

### **2.5.5 Nokta Hedef - Bant Hedef (Hedef Aralığı)**

Enflasyonu hedefleyen ülkelerden bazıları *nokta hedef* belirlerken bazıları *bant hedef* belirlemiş, bazı ülkeler ise enflasyonun alabileceği değerin *üst sınırını* (tavan) hedef olarak belirlemiştir. Tablo 2.2'den de görüldüğü üzere EH rejimi uygulayan 24 ülkeden 16'sı nokta hedef, 7'si bant hedef ve 1'i de üst sınır hedeflemiştir.

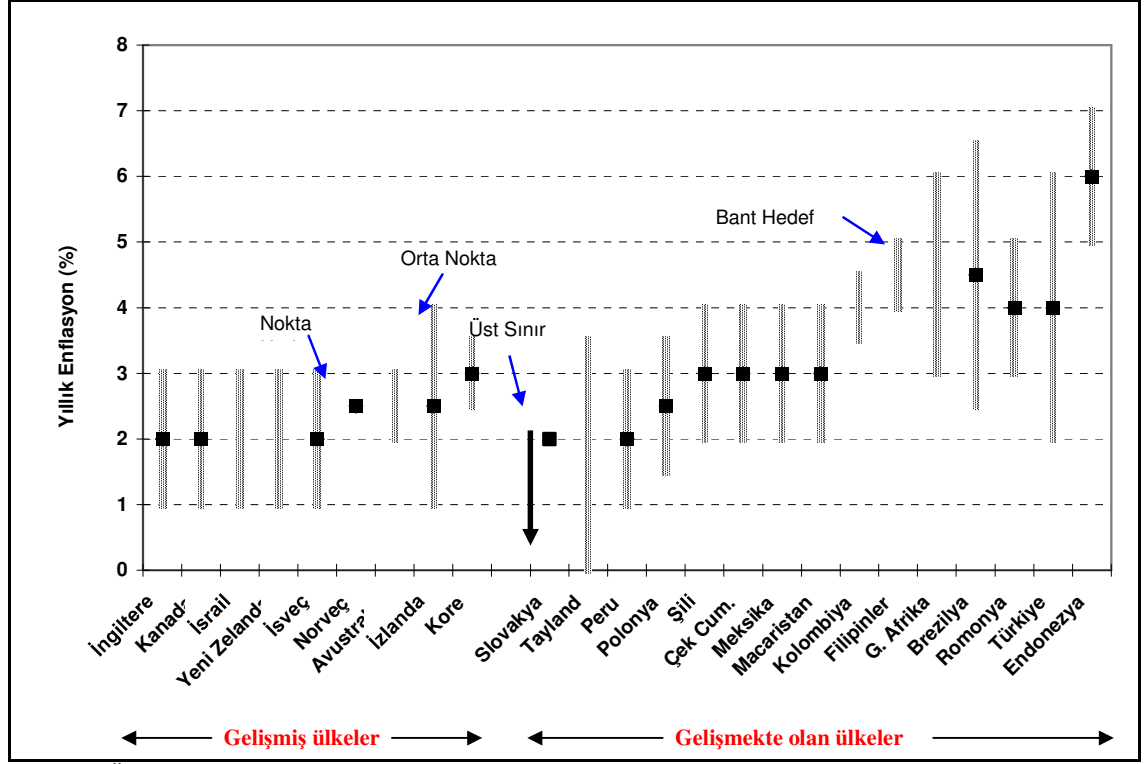
Nokta hedef ve bant hedef uygulamalarının çeşitli avantaj ve dezavantajları bulunmaktadır. Enflasyon hedefi olarak üst ve alt sınırın ilan edildiği bant sisteminde bant, genellikle belirli bir merkez hedefin etrafında oluşmaktadır. Nokta hedeften ziyade bant hedefin uygulanması, merkez bankasına şoklara karşı koymada esneklik sağlamakta ve diğer hedefleri bağlamında bir tolerans aralığına izin vermektedir. Çok net bir şekildeki hedef ihlalleri daha az olasıdır. Ayrıca, hedef aralığının genişliği merkez bankasının, orta nokta etrafında enflasyondaki dalgalanmalar konusunda ne kadar tolerans sahibi olduğuna ilişkin olarak önceden birtakım işaretler içermektedir. Dar ve geniş bir aralık arasındaki ödünleşme, merkez bankasının güvenilirliğine ve ekonomiyi tipik bir şekilde vuracak olan şokların şiddeti ve sıklığına bağlıdır. Bu kapsamda, bandın dar tutulması, merkez bankasının enflasyon hedefini tutturma yolundaki ciddiyetinin bir göstergesi olarak algılanmaktadır. Diğer taraftan dar bir bant uygulamasında, enflasyon hedefini tutturmak için faiz oranına daha çok bir müdahale gerekebilir, bu da istikrar bozucu sonuçlar doğurabilir. Bandın geniş tutulması ise, merkez bankasının enflasyonu düşürme çabasının fazla ciddi olmadığı izlenimini yaratabilecektir. Ancak bu durumda, döviz piyasasında kur üzerinde daha az baskı

yaşanacak, istikrarı bozacak politika değişikliklerine daha az gereksinim olacaktır (Carare, Schaechter, Stone ve Zelmer, 2002: 28 ve Keyder, 2002: 461).

Bant hedefin belirlenmesi ihtiyacının bir diğer nedeni, para politikasının enflasyon üzerindeki mükemmel olmayan kontrolünden kaynaklanmaktadır. Para politikasının uzun ve değişken gecikmeler içermesi ve gelecek enflasyonun mükemmel bir şekilde tahmin edilememesi nedeniyle, enflasyondaki değişkenliği belirli bir düzeyin altında sınırlandırmak mümkün olmamaktadır (Debelle, 1997: 14). Bununla birlikte, bant hedef uygulamasının dezavantajlarından birisi de politikacıların finansal piyasaların ve kamuoyunun, orta noktadan ziyade enflasyonun hedef aralığının içinde mi yoksa dışında mı kalacağına daha sık odaklanmalarıdır. Örneğin Yeni Zelanda'da hedef aralığından küçük sapmalara odaklanma, para politikası araçlarında aşırı dalgalanmalara yol açarak daha önceden değindiğimiz araç istikrarsızlığı problemini tetiklemiştir. Aslında, hedef aralıklarının alt ve üst sınırlarına aşırı odaklanma, merkez bankasının enflasyonu orta noktada tutmaktan ziyade daha çok bant içerisinde tutmaya yönelmesine neden olmaktadır (Mishkin, 2000c: 15-17).

Bant hedefinin dezavantajları, nokta hedefin enflasyon açısından daha iyi sonuçlar göstermesine yol açmasının olası olduğunu işaret etmektedir. Bununla birlikte, nokta hedefin, para politikası açısından gerekli olan esneklik ile uyumlu olabilmesi için, merkez bankasının enflasyon hedeflerini tutturabilmesindeki ve enflasyon sürecindeki tabii belirsizliği kamuoyuna anlatması gerekir (Mishkin, 2000a: 31).

**Grafik 2.2 Enflasyon Hedef Düzey ve Aralıkları (2007 yılı - Geçerli olan son hedef)**



**Kaynak:** Ülke merkez bankalarının internet sitelerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

TCMB; petrol fiyatlarında ortaya çıkan dalgalanmalar, uluslar arası likidite koşulları (gelişmeler), dolaylı vergilerdeki değişiklikler, kamudaki fiyat ayarlamaları, yapısal düzenlemeler ve tarımsal ürün fiyatlarındaki ani hareketler gibi para politikasının kontrolünde olmayan unsurların enflasyon üzerinde önemli bir etkisinin olması nedeniyle nokta hedefin tam olarak tutturulmasının neredeyse imkânsız olduğunu vurgulamıştır. Gerçekten de bu faktörler gerçekleşen enflasyonun hedeflenen noktadan sapmasına yol açabilmektedir. Bu nedenle grafik 2.2’den de görüldüğü üzere, tablo 2.2’de belirttiğimiz ve nokta hedefleme yapan ülkelerin tümünde (Norveç hariç) nokta hedef etrafında ülkeden ülkeye değişen büyüklükte bir aralık tanımlandığı görülmektedir. Bu aralığı, bazı ülkeler “belirsizlik”, bazıları “güven”, bazıları ise “hoşgörü-tolerans” aralığı olarak nitelendirmektedirler (TCMB, 2006a: 13 ve Yılmaz, 2006a: 7). Grafik 2.2’de “orta nokta” diye tabir ettiğimiz ülkeler grubu aslında tablo 2.2’de “nokta hedef” olarak gösterdiğimiz ülkeler grubuna tekabül etmektedir. Bu kapsamda vurgulamamız gereken husus; aslında uygulamada tam olarak nokta hedef

belirleyen tek ülkenin Norveç olduğu, bununla birlikte diğer grup ülkelerin “belirsizlik aralığı” çerçevesinde “orta nokta” belirledikleridir.

Bu çerçevede, nokta hedefleyen ülkelerde bir belirsizlik aralığının oluşturulmasının, bant hedeflemesi ile karıştırılmaması çok önemlidir. Nokta hedefleyen merkez bankalarında temel amaç nokta hedefin tutturulmasıdır. Burada nokta hedefin etrafındaki belirsizlik aralığı sadece hedeften “aşırı” sapmanın sınırlarını belirlemektedir. Bant hedeflemesinde ise önemli olan enflasyonun hangi noktada olduğundan çok bant içinde olmasıdır. Enflasyon belirlenen bant içinde olduğu sürece hangi noktada olursa olsun hedef tutturulmuş olarak kabul edilmektedir (TCMB, 2006a: 13). Grafik 2.2’den de görüldüğü üzere, orta nokta hedefleyen ülkelerde belirsizlik aralığı genel olarak (11 ülke tarafından)  $\pm 1$  puan olarak saptanmıştır. Türkiye’de ise 2007 yılı için hedef etrafındaki belirsizlik aralığı aynen 2006 yılında olduğu gibi 2 puan olarak belirlenmiştir (TCMB, 2006b: 2).

## 2.5.6 Kaçış yolları (escape clauses)

“Escape clause” terimi Türkçede “kaçış yolu” olarak ifade edilmektedir.<sup>28</sup> “Kaçış yolları”, enflasyon hedefinin tutturulamayacağı koşulları belirlemek amacıyla. Diğer bir ifadeyle, kaçış yolları, önceden belirlenen ve enflasyonun hedeften sapmalarını haklı gerekçelere dayandırmaya çalışan hadiselerdir. Bir bakıma ‘kaçış yolu’ ile EH rejimine belli bir esneklik sağlanmaya çalışılmaktadır (Tuladhar, 2005: 9 ve Heenan, Peter ve Roger, 2006: 27).

Bir EH rejiminde, kaçış yoluna başvurulması, özellikle arz yönlü şoklar olmak üzere dışsal faktörlerde meydana gelen büyük yönlü şok değişimlerden kaynaklanmaktadır. Öyle ki bu değişimler tamamen ya da çok büyük ölçüde MB para politikasının kontrolü dışındadır. Bu koşullar altında enflasyonun hedefte tutturulmaya çalışılması, çıktı ve istihdamda istenmeyen dalgalanmalara yol açabilecektir. Kaçış

---

<sup>28</sup> “Kaçış yolu” terimi, İngilizcede “escape clause” dışında, “caveats” ve “exemptions” olarak da ifade edilmektedir.

yolları genelde, ticaret hadlerinde yaşanan şoklar, arz şokları, dolaylı vergilerde yaşanan değişimler ve kamudaki fiyat ayarlamaları gibi faktörler göz önünde bulundurularak belirlenmektedir. Deprem, sel veya kurak iklim vb. doğal afetler de merkez bankasının kontrolü dışındadır. Bilindiği üzere, enflasyon hedeflemesinin temelinde belli bir enflasyon oranının belli bir dönemde gerçekleştirileceğine ilişkin bir taahhüt bulunmaktadır. Bu taahhüt beraberinde sorumluluğu da getirmektedir. Diğer taraftan uygulanan politikalar ne olursa olsun bahsettiğimiz bu dışsal gelişmeler nedeniyle taahhütlerin her zaman yerine getirilmesi mümkün olmayabilir. Bu kapsamda bu gelişmeler, taahhütlerin yerine getirilemeyeceği durumlar olarak belirtilmektedir (CNB, 2007, Tuladhar, 2005: 9, Öğretmen, 2004: 15 ve Heenan, Peter ve Roger, 2006: 27).

Kaçış yolu, EH rejiminde çok yaygın başvuru alan bir uygulama değildir. Tablo 2.2'den de görüldüğü üzere, 8 ülke kaçış yolunun olduğuna dair açık bir tanımlama yapar iken 16 ülke bu uygulamaya gitmemektedir.

## **2.6 Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Önkoşulları**

EH rejiminin uygulanabilmesi ve başarılı olabilmesi için ekonomide birtakım önkoşulların yerine getirilmesi gerekmektedir. Bu önkoşullar aslında, dünyada EH uygulayan ülkelerin deneyimlerinden elde edilen sonuçlar çerçevesinde daha açık bir şekilde ortaya çıkmaktadır. Zira rejimi uygulayan ülkelerin elde ettikleri başarı ya da başarısızlıklar, stratejinin ne tür önkoşullar içerdiği konusunda temel dayanak noktası olmaktadır. Diğer taraftan, bir sonraki bölümde de değinileceği gibi, EH stratejisinin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından uygulanabilirliği ve gerektirdiği önkoşullar birtakım farklılıklar arz etmektedir. Bunun ana nedeni, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki mevcut temel kurumsal farklılıklardır.

EH stratejisinin ilk olarak 1990 yılında uygulanmaya başlandığı ve ilerleyen süreçte gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülke tarafından benimsendiği düşünülürse, günümüzde bu rejimi uygulayan ya da uygulayacak olan potansiyel enflasyon hedefleyicisi ülkelerin tam 28 yıllık bir deneyimden yararlanarak politika çerçevelerini

oluşturma olanakları olduğu açıktır. Enflasyon hedeflemesinde önkoşulların yerine getirilmesinin önemi, literatürde yer alan birçok çalışmada da vurgulanmaktadır.

Enflasyon hedeflemesinin önkoşullarının neleri içerdiği konusunda, Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından 2002 yılında yapılan bir çalışmaya göz atmak faydalı olacaktır. Carare, Schaechter, Stone ve Zelmer (2002: 4-5) tarafından yapılan çalışmaya göre önkoşullar dört grup halinde incelenebilir:

- Birincisi, enflasyon hedefinin takip edilmesine ilişkin taahhüt ve merkez bankasının bu hedefin karşılanmasındaki hesap verebilirliği durumudur:
  - ✓ Buna göre, MB enflasyon hedefinin takip edileceğine dair kurumsal bir taahhüt ortaya koymalı ve para politikası araçlarını buna göre belirleyebileceği yeterli yetki ve bağımsızlığa sahip olmalıdır.
  - ✓ Ayrıca, kamuoyu, para politikasının çerçevesi ve uygulanmasına ilişkin olarak bilgilendirilmelidir.
- İkinci grup koşullar ise, enflasyon hedefinin diğer amaçlar düşünüldüğünde, ikincil bir plana konulmayacağına sağlanması gerekliliğine ilişkindir:
  - ✓ Para politikası mali öncelikler nedeniyle baskılanmamalıdır; hükümet finansal piyasalardaki fonlama yükünü kaldırmalı ve merkez bankası kredilerine hükümet erişimi ciddi ölçüde sınırlandırılmalıdır.
  - ✓ Dışsal pozisyon, para politikasının birincil hedef olarak enflasyon hedefini takip edebilmesine olanak tanıyacak yeterli güçte olmalı.
  - ✓ Tam enflasyon hedeflemesinin (full-fledged inflation targeting)<sup>29</sup> uygulanmaya başlandığı anda, enflasyon, makul derecede bir parasal kontrol sağlayabilmek için yeterince düşük olmalıdır.

---

<sup>29</sup> Literatürde aslında enflasyonu hedefleyen ülkelerin para politikası çerçeveleri 3 farklı rejim kapsamında incelenmektedir. Bu konuda yapılmış kapsamlı çalışmalardan biri Carare ve Stone tarafından 2003 yılında yapılan çalışmadır. Buna göre, enflasyon hedeflemesi rejimi 3 farklı rejime ayrılmaktadır: (i) *tam enflasyon hedeflemesi (full fledged inflation target)*, (ii) *eklektik enflasyon hedeflemesi (eclectic inflation targeting) (örtük fiyat istikrar çapası)* ve (iii) *hafif enflasyon hedeflemesi (inflation targeting lite)*. Çalışmada bu sınıflandırma, enflasyon hedefine ilişkin taahhüdün güvenilirliği ve netliği baz alınarak yapılmıştır. Çalışmada özellikle tam enflasyon hedeflemesini amaçlayan yükselen piyasa ekonomilerinin bir rejimden diğerine geçmesinin politika uygulamalarına değinilmektedir. Çalışmada bu çerçevede değinilen istatistiklerden biri de 2001 itibarıyla enflasyon hedeflemesine dayalı para politikası uygulayan ülkelerin 42 tane olduğu; bunlardan 18'inin çalışmadaki kriterler bağlamında *tam enflasyon hedeflemesini* benimsediği, geri kalan 24'ünün ise *hafif (lite)* sistemi benimsediği vurgulanmıştır. Bu konuyla ilgili daha fazla ayrıntı için bkz. (Carare ve Stone, 2003 ve 2006). Ayrıca konuyla ilgili olarak

- Üçüncü grup koşullar ise, stratejinin uygulanabilmesi için yeterli derecede gelişmiş ve istikrarlı bir finansal sistem öngörmektedir:
  - ✓ Para politikasının enflasyon hedeflerini izleyebileceği şekilde yeterli finansal istikrar mevcut olmalı ve finansal sektörün yapısına ilişkin endişeler söz konusu olmamalıdır.
  - ✓ Finansal piyasalar, para politikasının piyasaya dayalı araçlar kullanılarak uygulanabilmesini sağlamak için ve finansal piyasa altyapısındaki zayıflıkların para politikası uygulamasını güçleştirmemesi için yeterince gelişmiş olmalıdır.
- Son grup koşullar, para politikasının uygulanmasında doğru araçların belirlenebilmesi gerekliliğine ilişkindir:
  - ✓ MB, politika araçları vasıtasıyla enflasyonu etkileyebilecek bir pozisyonda olmalıdır. MB, ayrıca, para politikası duruşu ile enflasyon arasındaki bağlantılara ilişkin olarak makul bir kavrayışa sahip olmalıdır.
  - ✓ Döviz kuruna ilişkin hedefler net bir şekilde enflasyon hedefinden sonra gelmelidir. Merkez bankaları, bu yüzden, döviz piyasası müdahaleleri ile kuru etkilemeye yönelik politika faiz oranı değişikliklerinin sadece geçici şokların etkilerini yumuşatmaya yönelik olarak yapıldığını net bir şekilde ortaya koymaya çalışmalıdır.
  - ✓ Maliye politikası ile kamu borç yönetimi aktiviteleri EH stratejisi ile koordineli olarak yürütülmelidir.

Carare, Schaechter, Stone ve Zelmer (2002: 5), diğer taraftan yukarıda listelenen bu önkoşulların EH stratejisi için katı önkoşullar oluşturduğu anlamına gelmediğini ve gerçekte ülke deneyimlerinin de gösterdiği üzere önkoşulların bazılarının sağlanmasında zorluklar yaşanmasına rağmen rejimin iyi bir şekilde çalıştığını ifade etmişlerdir. Yazarlar, ayrıca, bahsedilen bu koşulların çoğunun parasal rejim ne olursa olsun, başarılı bir para politikası rejimi için de önemli unsurlar olduğunu belirtmiştir. Literatürde, aslında, rejimin önkoşullarının ne ölçüde sağlanması gerektiği konusunda

---

Türkiye'ye ilişkin yapılmış bir değerlendirme için Gazi Erçel tarafından yazılmış köşe yazısına bakılabilir: (Erçel, 2005).

yapılmış birtakım ampirik çalışmalar mevcuttur. Bu konuya bu bölümde altbaşlık olarak kısaca değinilecektir.

EH'nin önkoşulları Khan (2003: 10-12) tarafından da incelenmiştir. Bu önkoşullar, para politikasının öncelikli hedefinin fiyat istikrarı olduğuna dair kesin bir taahhüt; para politikası uygulamasında merkez bankasının araç bağımsızlığına sahip olması; enflasyon hedefine ulaşmada merkez bankasının hesap verebilirliğinin bulunması; merkez bankasının politika çerçevesi ve uygulamasının temel özellikleri hakkında kamuoyunu bilgilendirecek yeterli şeffaflığa sahip olması ve para politikasının uygulanmasında para otoritelerine yol gösterecek operasyonel çerçevenin varlığı olarak belirlenmiştir.

Masson, Savastano ve Sharma (1997: 7-10) ise EH rejimine ilişkin iki temel önkoşul ileri sürmüştür. Birincisi, merkez bankasının makul derecede bir araç bağımsızlığına sahip olması gerektiği, ikincisi ise otoriteler tarafından ücret ya da özellikle nominal döviz kuru gibi başka bir nominal değişkene ilişkin herhangi bir hedefin taahhüt edilmemesidir.

TCMB da 2006 yılı başında yayımladığı *Enflasyon Hedeflemesi Rejimi* başlıklı kitapçıkta, EH rejimine ilişkin 5 temel ön koşul öne sürmüştür. Bunlar; fiyat istikrarı amacına sıkı bir biçimde bağlılık; bağımsız, hesap verebilir ve güvenilir bir merkez bankası; güçlü ve gelişmiş finansal piyasalar; düşük mali baskınlık ve son olarak da teknik altyapının sağlanması koşullarıdır.

Yukarıda saydığımız bu önkoşullar dışında, EH rejiminde çok önem teşkil eden iki konu daha vardır. Bunlar; döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisi ve para ikamesi (dolarizasyon) konularıdır. Zira döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisinin yüksek olması ve yüksek dolarizasyon olguları rejimin uygulanabilirliğini riske eden çok önemli unsurlardır. Ayrıca, bu iki unsur birbirleriyle de bağlantılıdır. Dolarizasyonun yüksek olduğu ülkelerde döviz kurlarından fiyatlara geçiş etkisi de yüksek olmaktadır. Bu bağlamda, EH rejiminin önkoşullarını maddeler halinde şu şekilde özetleyebiliriz:

- Enflasyon hedefinin takip edileceğine dair kesin bir taahhüt (fiyat istikrarı amacına sıkı bir biçimde bağlılık), ve başka bir nominal değişken hedefine ulaşılmasına ilişkin kesin bir taahhüdün olmaması (yani tek bir hedefin olması),
- Merkez bankasının araç bağımsızlığına sahip olması,
- Merkez bankasının hesap verebilirliğinin ve şeffaflığının sağlanması,
- Makroekonomik istikrar; mali baskınlığın olmaması (sağlıklı kamu finansmanı), dış istikrar ve düşük enflasyon,
- Finansal istikrarın sağlandığı, gelişmiş ve etkin finansal piyasalar (finansal derinliğin yeterli ölçülerde olması),
- Para politikasının uygulanmasında para otoritelerine yol gösterecek operasyonel çerçevenin varlığı: Para politikası uygulamasında etkin politika araçlarının kullanılması (para politikası araçları ile enflasyon arasında istikrarlı ve öngörülebilir bir ilişkinin varlığı)
- Teknik altyapının sağlanması (geniş bir bilgi setinin ve güçlü tahmin modellerinin oluşturulması).
- Dolarizasyonun aşırı boyutlarda olmaması ve
- Döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisinin düşük olması.

Bundan sonraki bölümde, bu önkoşulları daha detaylı olarak incelenmiştir. Fiyat istikrarı amacına sıkı bir biçimde bağlılık amacına birinci bölümde; merkez bankası bağımsızlığı, hesap verebilirlik ve şeffaflık konularına da bu bölümde daha önceden detaylı bir şekilde değinildiğinden bu konulara bu bölümde tekrar yer verilemeyecektir.

### **2.6.1 Mali Baskınlığın Olmaması**

Fiyat istikrarının sağlanması ve korunması için ‘kamu maliyesinden genel fiyat seviyesine doğru’ bir baskının söz konusu olmaması gerekmektedir. Diğer bir ifadeyle, fiyatlar üzerinde kamu açıklarından kaynaklanan talep baskısı söz konusu olmamalıdır (DPT, 2005: 144).

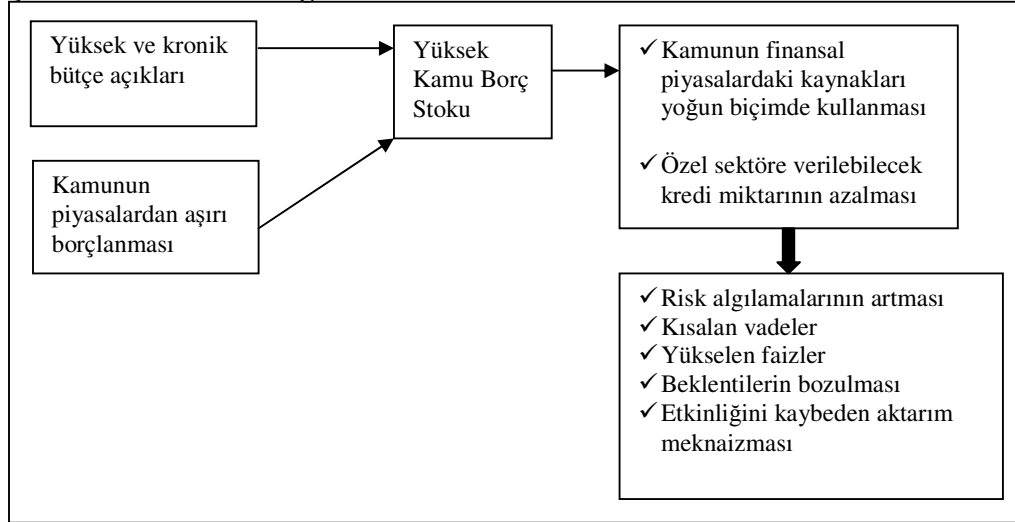
Uzun dönemde, yüksek düzeyde seyreden kamu açıkları EH rejiminin başarısız olmasına yol açacaktır. Çünkü, yüksek kamu açıkları nedeniyle nihayetinde monetizasyon ya da devalüasyon uygulamalarına gidildiğinde, sonuç yüksek enflasyon olacaktır. Dolayısıyla mali baskınlığın önlenmesi, mali disiplinin sağlanması ve güçlü bir finansal sistem stratejinin başarısı açısından çok önemli önkoşullardır (Mishkin, 2000b: 107).

Çok sayıda gelişmekte olan ve geçiş ekonomilerinde (transition economies), mali baskınlık ve mali altyapı bağımsız bir para politikası uygulama olanağını ciddi ölçüde sınırlandırmaktadır. Bu ülkelerin çoğu açısından, merkez bankasının etkili bir araç bağımsızlığına sahip olması; vergi tabanını genişleten ve finansal baskı kaynaklı gelir ile senyoraja olan güveni azaltan kapsamlı bir kamu kesimi reformu ile bankacılık ve mali sistem revizyonu gerektirmektedir (Masson, Savastano ve Sharma, 1998: 37). Gerçekten de araç bağımsızlığı mali baskınlık ile yakından ilişkilidir. Araç bağımsızlığı koşulunun uygulanabilmesi için, ekonominin mali baskınlığa ilişkin önemli belirtiler taşımaması gerekmektedir; yani ulusal para politikası uygulamasının mali nitelikli gelişmeler ile ciddi ölçüde sınırlanmaması gerekmektedir. Genel olarak mali baskınlığın olmaması; kamu kesiminin merkez bankasından (ve de bankacılık sisteminden) doğrudan borçlanmasının düşük olduğu ya da hiç olmadığı, hükümetin geniş bir gelir tabanına sahip olduğu ve bu yüzden sistematik olarak ve önemli ölçüde senyoraj gelirlerine dayanmadığı, yurtdışı mali piyasaların kamu (ve özel) borçlanma araçlarını absorbe edebilecek yeterli derinliğe sahip olduğu ve de kamu borç birikiminin “*hoş olmayan (unpleasant)*” dinamiklere yol açmayacağı bir ortamı ifade etmektedir.<sup>30</sup> Bu koşulların sağlanamaması halinde, ülke mali kaynaklı enflasyonist bir baskıya açık hale gelecektir. Mali baskınlığın yol açtığı enflasyonist süreç, nominal bir hedefe ulaşmada para politikasının etkinliğini aşamalı olarak azaltacaktır (Masson, Savastano ve Sharma: 1997: 8).

---

<sup>30</sup> Burada hoş olmayan dinamikler ile kastedilen Sargent ve Wallace (1981) tarafından öne sürülen ve “*hoş olmayan parasalcı aritmetik (unpleasant monetarist arithmetic)*” olarak adlandırılan durumdur. Sargent ve Wallace tarafından 1981 yılında yayınlanan ve bir klasik haline gelen makalelerinin sonucuna göre, bütçe açıklarının iç borçlanma yoluyla finansmanı uzun dönemde enflasyon oranının daha da yükselmesine neden olmaktadır.

## Şekil 2.1 Mali Baskınlığın Ekonomi Üzerindeki Etkileri



**Kaynak:** TCMB (2006a: 9).

Mali baskınlığın ekonomi ve dolayısıyla EH stratejisi üzerindeki etkileri Şekil 2.1’de sistematize edilmeye çalışılmıştır. Mali baskınlığın EH stratejisi açısından anlamını açık bir şekilde ortaya koyacak olursak, mali baskınlık; yüksek düzeylerde seyreden kamu borcunun, MB tarafından belirlenen kısa vadeli faizler ile piyasa faizleri arasındaki ilişkiyi zayıflatarak parasal aktarım mekanizmasının<sup>31</sup> istenildiği gibi çalışmasını engellemesi ve böylece para politikasının etkinliğini azaltması anlamına gelmektedir. Şekil 2.1’de gösterildiği gibi; hükümetler, kamu açıklarını (yani harcamalarının gelirlerini aşan kısmını) finansal piyasalardan borçlanarak karşılamaya çalışırlar. Ancak, mali baskınlığın yüksekliğini gösteren yüksek kamu açıklarının, yeterince derin olmayan finansal piyasalardan borçlanma ile finansmanı bu piyasalarda giderek artan ölçüde kaynakların devlet tarafından kullanılmasına neden olmaktadır. Bu durum bir yandan özel sektörün kullanacağı fon miktarını sınırlarken (dışlama etkisi – crowding out effect) diğer yandan reel faiz oranlarını yükseltmekte ve borçlanma vadesini kısaltmaktadır. Böyle bir durumda aktarım mekanizmasının faizler genel düzeyi ve kredi piyasası kanalları doğrudan, beklentiler kanalı ise dolaylı olarak etkinliklerini kaybettiği için para politikası, talep ve enflasyon üzerinde yeterince etkili olamaz. Yani merkez bankasının para politikası uygulamasında kullanacağı

<sup>31</sup> Para politikası aktarım mekanizmasına ilişkin detaylı bilgi, 3.5.3. bölümünde sunulmaktadır.

önemli bir araç üzerine kısıt getirilmektedir. EH sisteminin çalışabilmesi için ekonominin parasal göstergelerinin baskın olması, diğer bir deyişle kamu sektörünün ve hükümetlerin uyguladıkları maliye politikalarının ekonomide belirleyici olmaması gerekir. Bu nedenlerle, mali disiplinin sağlanması ve mali baskınlığın düşük olması EH rejiminin başarılı olabilmesi için bir önkoşuldur (DPT, 2005: 144 ve TCMB, 2006a: 9).

Blanchard (2004), mali baskınlığı EH stratejisi bağlamında ve Brezilya deneyimini ele alarak incelemiştir. Çalışmasında mali baskınlık açısından çok net bulgulara ulaşılmıştır. Buna göre, açık-ekonomi makroiktisadında ileri sürülen standart bir önermeye göre, reel faiz oranlarında meydana gelen MB kaynaklı bir artış yurtiçi hükümet borçlanmasını daha cazip hale getirmekte ve ulusal parada reel değerlenmeye yol açmaktadır. Bununla birlikte, reel faizlerdeki yükselme borçların zamanında ödenememe olasılığını artırır, yurtiçi hükümet borçlanması daha az cazip olabilir ve ulusal parada reel değer kaybı gerçekleşir. Sonuç; daha yüksek bir ilk borç düzeyi, daha yüksek bir yabancı para cinsinden borç oranı ve de daha yüksek bir fiyat riskidir (yatırımcıların yüksek risk algılaması). Özetle, mali koşullar böyle kötü bir durumdaysa faizlerde meydana gelen bir artışın reel değer artışından ziyade reel reel değer kaybına yol açması çok daha olasıdır (2002 Brezilya deneyiminde olduğu gibi). Bu koşullar altında, enflasyon hedeflemesinin açık bir şekilde ters etkileri olacaktır. Şöyle ki, yüksek enflasyona tepki amacıyla reel faizlerde yapılan bir artış reel değer kaybına yol açacaktır. Bu da nihayetinde enflasyonda daha da bir artışa yol açacaktır. Bu durumda enflasyonu düşürmek için doğru araç para politikası değil, maliye politikasıdır (Blanchard, 2004: 2, 32).

## **2.6.2 İstikrarlı Finansal Sistem**

1980'li yıllardan sonra finans piyasalarında ortaya çıkan gelişmeler ve bu gelişmelerin 1990'lı yıllarda giderek ivme kazanması merkez bankalarının amaçlarında da bazı yön değiştirmeleri beraberinde getirmiştir. Özellikle, uluslararası sistemde yeni finansal araçların devreye girmesi, finansal işlem miktarındaki artışların hızlanması, buna karşılık finansal krizlerin maliyetlerinin yüksek olması finansal istikrar kavramını

daha da güncelleştirmiştir. Para politikasının iki istikrarı birlikte götürmesi genelde kabul gören bir görüş olarak ortaya çıkmaktadır. Bunlardan biri parasal istikrar, diğeri ise finansal istikrardır. Bunlardan parasal istikrarın temel amacı, fiyat seviyelerinde istikrarı sağlamaktır. Para politikası birçok ülkede bu amaca yöneliktir. Merkez bankalarının ikinci hedefi ise finansal istikrardır (Erçel, 1998).

Finansal istikrarın MB ve dolayısıyla para politikası açısından neden önemli olduğu konusunun incelenmesi, istikrarlı bir finansal sistemin bir para politikası rejimi olan EH açısından neden bir önkoşul olduğu sorusuna da cevap olacaktır. Bu bağlamda öncelikle finansal istikrar kavramının kısaca bir tanımının yapılması yerinde olacaktır. Diğer taraftan, finansal istikrarın tanımının fiyat istikrarının tanımı kadar kolay olmadığı ve tanımlamada bazı zorlukları içerdiği ifade edilmektedir (bkz. Özcan, 2006: 7-9 ve Issing, 2003). Herrero ve Rio (2003: 8) tarafından da ifade edildiği üzere, finansal istikrar, pratikte açık bir tanımının bulunmaması ve onun yerine sıklıkla tam tersi olan ‘finansal istikrarsızlık’ kavramının kullanılması nedeniyle tarif edilmesi zor kavramlardan biridir. Herrero ve Rio (2003), ayrıca, bu zorluğun temel nedeninin finansal piyasalar açısından oynaklığın (volatilitenin) her zaman olumsuz bir durum olmak zorunda değil iken, *oynaklığın olmaması* durumunun istikrarla bağdaştırılması durumundan kaynaklandığı belirtmektedir.

Literatürü incelediğimizde finansal istikrara ilişkin çeşitli tanımlar görülmektedir. Macfarlane (2004: 3), finansal istikrarı, reel ekonomiye zarar verecek kadar yeterli büyüklükteki finansal şoklardan kaçınmak olarak tanımlamıştır. Schinasi (2004: 10)’a göre ise finansal istikrarın genel bir tanımı şu şekilde yapılmaktadır:

“Finansal istikrar, ekonominin, finansal risklerin (kredi, likidite, piyasa ve benzeri) fiyatlaması, dağıtımı ve yönetimindeki mekanizmalarının ekonominin performansına katkı sağlayacak ölçüde iyi işlediği bir durumdur.”

Deutsche Bundesbank’a göre ise finansal istikrar; finansal sistemin (ödemelerin yerine getirilmesi olduğu kadar risklerin yayılması ve kaynakların tahsisi gibi) temel ekonomik fonksiyonlarını etkin bir şekilde yerine getirdiği durağan bir durum olarak

tanımlanmaktadır (Schinasi, 2004: 14).<sup>32</sup> Erçel (1998) ise finansal istikrar denildiğinde; kurumlarda, piyasalarda ve ödemeler sisteminde istikrardan bahsetmek gerektiğini ifade etmiştir. Erçel'e göre, bu üç unsur finansal istikrarın kurulmasında birbirleri ile içsel bağlantıda olduğu gibi, ayrı ayrı da finansal istikrarın temel öğeleridir. Bu bağlamda, finansal istikrarın sağlanmasında ödemeler sisteminin etkin işlemesi, kurumların sağlıklı olması ve piyasanın çalışır nitelikte bulunması herşeyden önemlidir. Bütün bunlar oluşabilecek sistemik bir riskin de önleyicisidir. Bu unsurlardan özellikle ödeme sistemlerinin sağlıklı bir şekilde çalışması, finansal sistemin etkinliğini ve verimliliğini artırmakta, dolayısıyla para politikalarının etkin uygulanabilmesi açısından büyük önem arz etmektedir.<sup>33</sup>

Finansal istikrarın tanımlanmasında dünyada henüz bir uzlaşma sağlanmamış olmasına karşılık, konunun önemi geniş çapta kabul görmektedir. Finansal serbestleşme ve teknolojik gelişmeler eşliğinde küreselleşme sürecinde yaşanan finansal krizler nedeniyle, "finansal istikrar" fiyat istikrarına ulaşılması hedefi ile uyumlu olacak şekilde, günümüzde merkez bankalarının en önde gelen politika konularından birisi olmuştur. Politika yapıcılar, kendini piyasa likiditesinde azalma, varlık fiyatlarında aşırı volatilité olarak gösteren ve nihayetinde bankacılık ve nakit krizi ile sonuçlanan *finansal istikrarsızlığın* ekonomide ciddi hasarlara yol açarak büyümeyi olumsuz etkilediğinin çok iyi farkındadırlar. Bu yüzden, günümüzde birçok merkez bankacısı finansal istikrarı fiyat istikrarı hedefinin bir tamamlayıcısı olarak görmektedir. Bu bağlamda, merkez bankacıları, makroekonomik istikrarın finansal istikrara ilişkin riskleri azaltmada yardımcı olacağı, buna karşılık finansal sistemdeki ciddi bir tahribatın para politikasının uygulamasını ve etkinliğini etkileyeceği düşüncesiyle, fiyat istikrarı ile finansal istikrarı birbirleri ile bağlantılı olarak görmektedirler (Yılmaz, 2007a: 1).

---

<sup>32</sup> Finansal istikrarın tanımına ilişkin kapsamlı bir çalışma ve alternatif tanımlar için bkz. Schinasi (2004).

<sup>33</sup> *Ödeme sistemleri*, bankalararası fon aktarımlarında etkinlik sağlanması, ödeme riskinin azalması, fon yönetiminde kolaylık sağlanması ve bankacılık sistemine yeni hizmetler sunma fırsatı verilmesi amacıyla kurulan sistemlerin tamamını ifade etmektedir. Finansal piyasalardaki hızlı büyüme ve buna bağlı olarak yaşanan uluslararası finansal bütünleşme sürecinin, ödeme sistemlerindeki işlem sayı ve hacmini etkilemesi ve teknolojiye yaşanan gelişime bağlı olarak ödeme sistemlerine ilişkin hız ve çeşitlerini farklılaştırması ödeme sistemlerinin finansal istikrar açısından önemini her geçen gün daha da artırmaktadır (TCMB, 2006e: 117).

TCMB da bu durumu yayınladığı finansal istikrar raporlarında da şu şekilde ifade etmektedir (TCMB, 2007a:1):

“Temel hedefi fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olan Merkez Bankası, bu hedefin tamamlayıcısı olarak mali piyasaları izleyerek, ilgili diğer kurumlarla işbirliği içerisinde finansal istikrarı sağlayıcı tedbirleri almak ile de görevlidir.”

İstikrarlı bir finansal sistem, para politikasının enflasyon hedefini izlemesini sağlamakta ve para politikasının kredibilitatesini güçlendirerek enflasyon beklentilerinin enflasyon hedefini kontrol etmesine yardımcı olmaktadır. Finansal istikrar, özellikle finansal krizlere karşı daha kırılgan olan gelişmekte olan ülke merkez bankaları açısından daha büyük bir önem taşımaktadır (Carare, Schaechter, Stone ve Zelmer, 2002: 14).

### **2.6.3 Güçlü ve Gelişmiş Finansal Piyasalar**

Finansal sistemin temellerinin güçlü olması; yani sağlam bir bankacılık sektörü ile gelişmiş para, sermaye ve döviz piyasalarının bulunması; parasal aktarım mekanizmasının iyi çalışabilmesi, diğer bir ifadeyle MB faiz kararlarının enflasyonu istenildiği düzeyde ve istikrarlı bir şekilde etkileyebilmesi için gereklidir (TCMB, 2006a: 8).

İyi işleyen finansal piyasalar, EH rejimi altında para politikasının formülasyonunu kolaylaştırmaktadır. Derinliği sağlanmış ve likit finansal piyasalar varlık fiyatlarındaki hareketlerin, merkez bankasına ekonominin temelleri ve gelecekteki para politikası eylemlerine yönelik piyasa beklentilerine ilişkin bilgiyi aktarmayı sağlamaktadır. Ayrıca derin ve likit piyasalar, şokların absorbe edilmesini kolaylaştırarak, merkez bankasının finansal istikrarın korunmasına çalışmak ya da kısa dönemli şokların etkilerini minimize etmeye çalışmasının aksine, merkez bankasına enflasyon hedefine daha fazla odaklanma imkanı tanımaktadır. Gelişmiş finansal piyasalar, ayrıca, parasal ve döviz işlemlerinin de etkin bir şekilde yerine getirilmesine

katkıda bulunmaktadır. Bunlara ilaveten, finansal piyasaların yüksek düzeyde dolarizasyona izin vermeyecek ölçüde gelişmiş olduğu durumlarda para politikası daha etkilidir. Bunun nedeni, daha sonraki bölümlerde değineceğimiz gibi dolarizasyonun para politikasının etkisini sınırlandırmasıdır (Carare, Schaechter, Stone ve Zelmer, 2002: 15).

Literatürde finansal gelişme ile para politikasının etkinliği arasındaki ilişki üzerine yapılmış güncel çalışmalardan birisi Krause ve Rioja (2006) tarafından yapılan çalışmadır. Çalışmada yazarlar, finansal sistemin parasal aktarım mekanizmasının anahtar bir bileşeni olmasından hareketle, gelişmiş ve gelişmekte olan 37 ülkeye ilişkin verileri kullanarak ve panel data uygulaması yaparak finansal gelişme ile para politikasının verimliliği arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmanın temel bulgusu; daha yüksek bir finansal gelişmenin para politikasının etkisini arttırdığı yönündedir. Çalışmaya göre, ülkenin gelişmiş ya da gelişmekte olması sonucu değiştirmemektedir.

Güvenilir ve sağlam bir finansal sistemin EH rejimi açısından neden bir önkoşul olduğu konusu aslında Mishkin (2004: 7) tarafından ifade edilen şu olumsuz senaryo ile daha iyi anlaşılmaktadır; Buna göre zayıf bir bankacılık sistemi gerçekten çok tehlikelidir. Eğer bankacılık sistemi zayıf bir durumdaysa, MB enflasyon hedefini sürdürebilmek için faiz oranlarını artıramaz, çünkü böyle bir davranış büyük olasılıkla finansal sistemin çökmesine yol açacaktır. Bu durum doğrudan sadece EH sisteminin çökmesine yol açmayacak, diğer yandan da enflasyonun kontrolünü aşındıracak olan nakit ve finansal krizlere yol açacaktır. Piyasalar bankacılık sisteminin zayıf olduğunun farkına vardıklarında, ülkeden sermaye çıkışı başlayacaktır (“*ani duruş - sudden stop*” durumu).<sup>34</sup> Kurda keskin bir değer kaybıyla sonuçlanacak bu *ani duruş* enflasyon oranında yukarı yönlü bir baskı yaratacaktır. Bunlara ek olarak, ulusal parada meydana gelen ve büyük olasılıkla parasal genişleme ile birlikte ortaya çıkan devalüasyon

---

<sup>34</sup> İktisat yazınında uluslar arası sermaye akımlarında (girişlerinde) birdenbire yaşanan ciddi düşüş durumuna ‘acil duruş’ denilmektedir. İngilizcede ‘sudden stop’ olarak tabir edilen ve özellikle yükselen piyasa ekonomileri bağlamında sık kullanılan bir olgu olan ‘acil duruş’ kavramı ilk olarak Dornbusch, Goldfajn, Valdés, Edwards ve Bruno (1995) tarafından kullanılmıştır. Sudden stop konusunda sık araştırma yapan iktisatçılardan birisi de Guillermo A. Calvo’dur. İlgili çalışmalar için bkz. Calvo (1998, 2003, 2006).

sonucu, döviz cinsinden borçlanmış yurtiçi firmaların borç yükü artarak net değerleri azalacaktır. Bilançolardaki bu kötüleşme daha önceki bölümlerde de değindiğimiz üzere kredi piyasalarında *ters seçim* ve *ahlaki tehlikede* artışa yol açacak, bu da yatırım ve ekonomik aktivitede keskin bir düşüşe neden olarak nihayetinde bankacılık sisteminin bir bütün olarak çökmesine yol açacaktır. Daha sonradan bankacılık sisteminin kurtarılması operasyonu, gelecekte monetize edilmek zorunda kalınacak olan hükümet yükümlülüklerinde ciddi artışlara neden olacaktır. Bu da EH rejimini baltalayacaktır. Burada taslağı çizilen bu senaryonun, dünyada ülke deneyimlerine bakıldığında son yıllarda çok sık gerçekleştiği ve ülkelerin ikiz krizler olarak tabir edilen nakit ve finansal krizler yaşadıkları teyit edilmiştir. 1982’de Şili, 1994-95’te Meksika, 1997’de Doğu Asya, 1999’da Ekvador ve 2000-2001 döneminde Türkiye’de yaşanan krizler buna örnek olarak verilebilir.

#### **2.6.4 Etkin Para Politikası ve Teknik Altyapının Sağlanması Koşulu<sup>35</sup>**

Para politikası uygulanmasında para otoritelerine yol gösterecek operasyonel çerçevenin varlığı da bir önkoşul olarak karşımıza çıkmaktadır. Enflasyon hedeflemesini amaç olarak edinmiş bir MB, uygun para politikası araçlarını ve enflasyon hedefini izleyecek kılavuzu seçmelidir. Seçilecek olan araç, MB tarafından kontrol edilebilir olmalı ve para politikası aracındaki değişiklikler ile enflasyon arasındaki aktarım ilişkisi olabildiğince güvenilir olmalıdır (Carare, Schaechter, Stone ve Zelmer, 2002: 15).

EH stratejisinde, anahtar unsurlardan birisi de merkez bankasının enflasyon tahminleridir. Merkez bankasının, gelecekteki enflasyonu başarılı bir şekilde öngörebilmesi için geniş bir bilgi seti oluşturması ve güçlü tahmin modelleri geliştirmesi gerekmektedir. Bu unsurlar stratejide teknik altyapının sağlanması için gereklidir (TCMB, 2006a: 9). Svensson (1996: 3) tarafından da ifade edildiği üzere, MB tarafından yapılan enflasyon tahminleri para politikasına yol gösterecek şekilde para

---

<sup>35</sup> Bu bölümde genel olarak Carare, Schaechter, Stone ve Zelmer (2002)’den yararlanılmıştır.

politikasının operasyonel ara hedefi olarak görev yapmaktadır.<sup>36</sup> Enflasyon tahminlerinin üstelendiği bu görev nedeniyle, enflasyonun tahmin edilmesinde karşılaşılan güçlüklerin belirlenmesi önem arz etmektedir. İstikrarlı ekonomik ilişkiler de, enflasyonun tahmin edilebilirliğini güçlendirmektedir. Bunun nedeni, istikrarlı ekonomik ilişkilerin, ekonomik verilerin enflasyonist baskıların nedenlerini güvenilir olarak ölçmelerini sağlayacak şekilde kullanılmasına olanak tanınmasıdır. EH stratejisinde, güvenilir bir enflasyon tahmini para politikasının uygulanmasında politika yapıcılar için zaruri bir araçtır (Hoffmaister, 1999: 6).

EH rejiminde, para otoriteleri ülkedeki enflasyon dinamiklerini modelleyebilmeli ve enflasyonu tahmin edebilmelidirler (Kadioğlu, Özdemir ve Yılmaz, 2000: 20). Bu stratejide, gelecek enflasyon hedef patikadan ne zaman uzaklaşma eğilimine girerse, para politikası yeni duruma göre ayarlanmaktadır (Carare, Schaechter, Stone ve Zemler, 2002: 15). Enflasyon tahminlerinin oluşturulması zor olsa da, veri bir tahmin için elde edilen para politikası sonuçları şu temel prensipleri izlemelidir: Eğer tahmin, hedefi tutmuşsa para politikası uygundur. Bununla birlikte, eğer tahmin hedefi aşmışsa para politikası sıkılaştırılmalı (tightening monetary policy), tahmin hedefin altında kaldıysa da para politikası gevşetilmelidir (easing monetary policy) (Svensson, 1996: 27).

Merkez bankasının enflasyon tahminleri enflasyon görünümüne ilişkin tüm mevcut bilgiden yararlanarak oluşturulmalıdır. Ayrıca, para politikasına ilişkin kararların dayandığı bilgi setinin genişletilmesindeki temel adım, veritabanının oluşturulmasıdır. Enflasyon görünümüne ilişkin bir görüş oluştururken birtakım

---

<sup>36</sup> Svensson 1997 yılında yaptığı çalışmada ‘enflasyon tahmin hedeflemesi (inflation forecast targeting)’ kavramını ortaya atmıştır. Svensson, enflasyon hedeflemesinin bazı genel avantajlara sahip olmasına rağmen bazı potansiyel çok ciddi sorunlar taşıdığını ileri sürmüştür ve bu sorunları; 1) para otoritesinin para politikasını uygulamasına ilişkin sorunlar ve 2) kamuoyunun para politikasını izlemesine ilişkin sorunlar olarak iki başlık altında incelemiştir. Çalışmada; uygulamanın, enflasyonun kontrolündeki güçlükler nedeniyle zor olduğu, politikanın takip edilmesinin ise, enflasyonun para politikası aracındaki değişimlere ancak uzun ve değişken gecikmeler ile tepki vermesi ve enflasyonun para politikası dışındaki bazı faktörlerden de etkilenmesi nedeniyle güç olduğu ifade edilmiştir. Svensson bu kapsamda, bu problemlerden kaçınılabilmek için, EH stratejisinin, para otoritesinin enflasyon tahmininin **açık bir ara hedef** olarak ele alındığı bir **enflasyon tahmin hedeflemesi çerçevesi** olarak uygulanabileceğini ileri sürmüştür (Svensson, 1997: 26).

ekonomik göstergelerden yararlanılmaktadır. Bu ekonomik göstergeler; toplam talep ve arz değişkenleri, parasal toplamlar, faiz oranları, döviz kurları, enflasyon ve enflasyon beklentileri ve hazine bonoları getirileri olarak sıralanabilir. Para ve kredi göstergeleri de, gelişmekte olan ülkelerde beklenen enflasyona ilişkin güçlü bir bilgi kaynağı sunabilmektedir (Carare, Schaechter, Stone ve Zemler, 2002: 20-21).

EH stratejisinde, uygulanacak olan para politikasının operasyonel aracının belirlenmesi de önem arz etmektedir. MB, finansal sistemde dolaşımda olan toplam likidite miktarını etkileyebilmek amacıyla kısa dönem faiz oranını veya herhangi bir parasal toplamı kendisine yol gösterici politika aracı olarak seçebilir. Politika aracı, para otoritelerinin amaçlarına en iyi şekilde hizmet edecek olan kısa dönem faiz oranı ya da toplam likidite göstergesi olarak tanımlanabilir. Enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi için yeterince gelişmiş bir finansal sisteme sahip ülkenin MB, para politikası araçları vasıtasıyla para piyasasındaki koşulları etkileyebilmelidir. MB, ayrıca, kendisine yol gösterici kılavuzun belirlenmesinde kullanılacak olan politika araçlarını da seçmek durumundadır. Kredi limitleri ve zorunlu karşılık oranları gibi doğrudan para politikası araçları, sık sık değiştirilmedikleri için enflasyonu hedefleyen merkez bankaları tarafından nadiren kullanılmaktadır. Doğrudan para politikası araçlarını kullanan merkez bankalarının, enflasyon hedeflemesini benimsemeden önce, piyasaya dayalı dolaylı araçları kullanabilecek adımlar atması gerekmektedir. Bu adımlar, faiz oranları ya da diğer değişkenlerin MB veya hükümetin kontrolünden bağımsız kılınmasını içermektedir (Carare, Schaechter, Stone ve Zemler, 2002: 16).

EH uygulayan ülkelerin birçoğu, enflasyonun ya da beklenen enflasyonun hedeften ve çıktı açığından sapma göstermesi durumunda operasyonel araç olarak kısa dönem faizleri kullanmaktadırlar (Carare, Schaechter, Stone ve Zemler, 2002: 18).

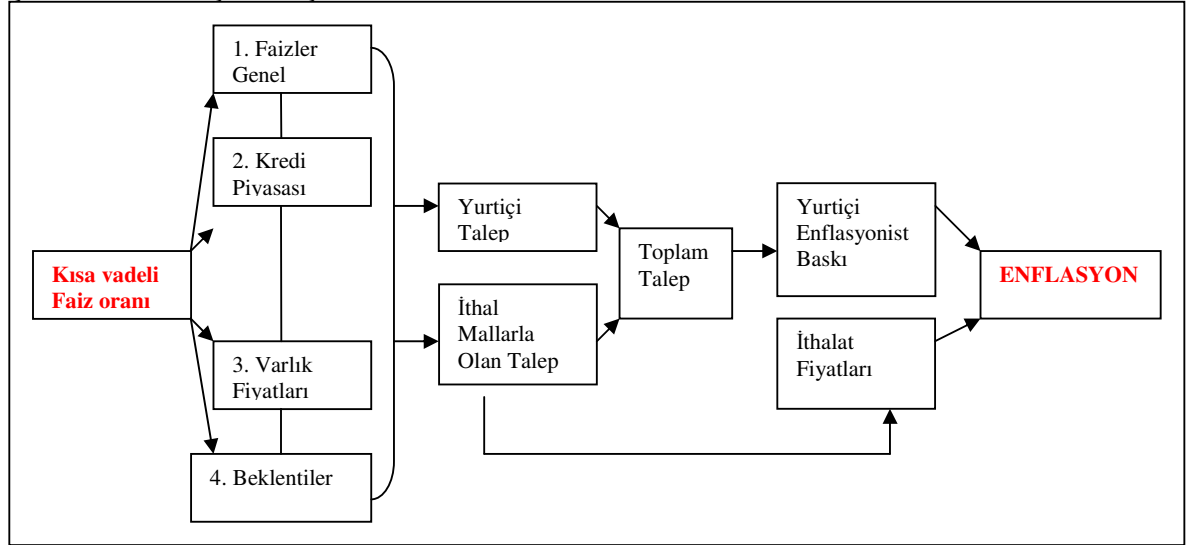
**Tablo 2.3 EH Uygulayan Ülkelerde Operasyonel Araç**

Operasyonel Araç	Ülkeler
<i>Kısa vadeli faiz oranı</i>	Avustralya, Brezilya, Çek Cum., Filipinler, Güney Afrika, İngiltere, İsrail, İsveç, İzlanda, Kanada, Kolombiya, Kore, Macaristan, Norveç, Peru, Polonya, Romonya, Şili, Tayland, Türkiye, Yeni Zelanda, Slovakya, Endonezya
<i>Bankacılık sistemi likiditesi ve kısa vadeli faiz oranı</i>	Meksika

**Kaynak:** Serdengeçti (2005a: 31-33), Ülke merkez bankalarının internet sayfaları.

EH stratejisinin işleyebilmesi için, merkez bankasının enflasyon oranını hedefe yönlendirebilecek para politikası araçlarını belirleyebilmesi gerekmektedir. Para politikası aktarım mekanizması, para politikasındaki değişiklikler ile bu politika değişikliklerinin hedef ve nihayetinde enflasyon üzerindeki etkisi arasındaki bağlantıdır. Aktarım mekanizması ne kadar kuvvetli olur ve ne kadar iyi anlaşılırsa, enflasyon hedefine ulaşmayı amaçlayan para politikası araçlarındaki değişiklikler de o kadar etkili olacaktır. Operasyonel araç olan kısa vadeli faizlerin enflasyon üzerindeki etkisi; kısaca para politikası aktarım mekanizması belirli kanallar aracılığıyla işlemektedir (Carare, Schaechter, Stone ve Zelmer, 2002: 19). Kısa vadeli faiz oranlarını para politikası aracı olarak kullanan merkez bankalarının faiz kararları, ekonomiyi temel olarak dört kanal aracılığıyla etkilemektedir. Şekil 2.2’de, parasal aktarım mekanizmasının basitleştirilmiş bir hali sunulmaktadır. Şekilden de görüldüğü gibi, kısa vadeli faiz oranına ilişkin alınan kararlar; beklentiler, faiz, varlık fiyatları ve döviz kuru yoluyla tüketici ve üreticilerin harcama, tasarruf ve yatırım kararlarını şekillendirmekte ve bu süreç toplam talebi, dolayısıyla da ekonomik aktivite ve enflasyonu etkilemektedir (TCMB, 2007b: 2).

**Şekil 2.2 Basitleştirilmiş Bir Parasal Aktarım Mekanizması**<sup>37</sup>



Kaynak: (TCMB, 2006a: 26)

Tablo 2.4'te, parasal aktarım mekanizmasının, merkez bankasının kısa vadeli faiz oranlarını artırması ve indirmesi gibi iki alternatif durum karşısındaki ideal işleyiş süreci anlatılmaktadır. Bununla birlikte, tabloda anlatılan aktarım mekanizmasının ideal işleyişi her zaman geçerli olmamakta ve bu işleyişi değiştiren birtakım unsurlar ortaya çıkabilmektedir. Fiyat katılıkları nedeniyle fiyatların sinyal etkisini gösterememesi, fiyatları yönetilen – yönlendirilen ürünlerin fiyat endekslerindeki ağırlığının yüksek olması, finansal sistemin derinliği ve gücü, ekonomik sözleşmelerin vadesi, sermaye hareketlerinin serbestliği ve hanehalkları ile firmaların finansman yapıları, kısa vadeli faiz oranlarındaki değişikliklerin ekonomiyi ne şekilde etkileyeceği konusunda belirleyici olmaktadır. Bu çerçevede parasal aktarım mekanizmasının işleyiş süreci, faiz kararlarının ekonomik aktivite ve enflasyon üzerindeki etkisinin gücü ve etkileme süresi ülkeden ülkeye değişiklik göstermektedir (TCMB, 2007b: 3 ).

<sup>37</sup> Para politikası aktarım mekanizması ile ilgili daha kapsamlı çalışmalar için bkz. Mishkin (1996), Taylor (1995) ve Kuttner ve Mosser (2002).

**Tablo 2.4 Aktarım Mekanizmasının İdeal İşleyiş Süreci**

<b>Beklentiler Kanalı</b>	<b>Merkez Bankasının Kısa Vadeli Faiz Oranlarını Artırması Sonucunda</b> Tüketici ve üreticiler merkez bankasının enflasyonla mücadeleyle olan bağlılığına inanır. ↓ Enflasyonun gelecekte izleyeceği seyre yönelik beklentilerini merkez bankasının hedefi ile uyumlu oluştururlar.	<b>Merkez Bankasının Kısa Vadeli Faiz Oranlarını İndirmesi Sonucunda</b> -Tüketici ve üreticiler enflasyonun ve ekonomik görünümün olumlu olduğuna inanır. ↓ Enflasyonun gelecekte izleyeceği seyre yönelik beklentilerini merkez bankasının hedefi ile uyumlu oluştururlar.
<b>Faiz Kanalı</b>	-Enflasyon beklentilerinin değişmediği varsayımıyla, nominal faizler yükselir. -Tüketiciler harcamalarını azaltır, tasarruflarını artırır. -Üreticilerin borçlanma maliyeti artar, yatırımlar azalır. -Kullanılan kredi miktarı azalır. ↓ Toplam talep azalır, ekonomik aktivite yavaşlar, enflasyon düşer.	-Enflasyon beklentilerinin değişmediği varsayımıyla, nominal faizler düşer. -Tüketiciler harcamalarını artırır, tasarruflarını azaltır. -Üreticilerin borçlanma maliyeti düşer, yatırımlar artar. -Kullanılan kredi miktarı artar. ↓ Toplam talep artar, ekonomik aktivite hızlanır, enflasyon artar.
<b>Varlık Fiyatları Kanalı</b>	-Bono, hisse senedi, döviz kuru ve gayrimenkul gibi varlıkların görece fiyatları düşer. -Tüketicilerin gelirleri azalır, tüketimleri düşer. -Üreticiler, varlıklarını teminat göstererek borç aldıkları için borçlanmaları zorlaşır, yatırımlar azalır. ↓ Toplam talep azalır, ekonomik aktivite yavaşlar, enflasyon düşer.	-Bono, hisse senedi, döviz kuru ve gayrimenkul gibi varlıkların görece fiyatları yükselir. -Tüketicilerin gelirleri yükselir, tüketimleri artar. -Üreticiler, varlıklarını teminat göstererek borç aldıkları için borçlanmaları kolaylaşır, yatırımlar artar. ↓ Toplam talep artar, ekonomik aktivite hızlanır, enflasyon artar.
<b>Döviz Kuru Kanalı</b>	-Her koşulun sabit kaldığı varsayımıyla, yurt içi faiz oranları yurt dışı faiz oranlarına karşı görece olarak yükselir. -Ülkeye sermaye girişi artar, ulusal para değeri kazanır. -Dış ticarete konu olan malların görece fiyatları etkilenir. ↓ <b>Enflasyon düşer.</b>	-Her koşulun sabit kaldığı varsayımıyla, yurt içi faiz oranları yurt dışı faiz oranlarına karşı görece olarak düşer. -Ülkeden para çıkışı artar, ulusal para değeri kaybeder. -Dış ticarete konu olan malların görece fiyatları etkilenir. ↓ <b>Enflasyon artar.</b>

**Kaynak:** (TCMB, 2007b: 2).

## 2.6.5 Düşük Enflasyon Koşulu

Tam EH rejiminin başlangıcında, enflasyon, makul düzeyde bir parasal kontrol sağlayacak derecede düşük olmalıdır (Carare, Schaechter, Stone ve Zelmer, 2002: 13). Zira enflasyon yüksek olduğu dönemlerde, parasal otorite tarafından kolaylıkla kontrol edilememektedir. Böyle bir durumda hedeften sapmalar daha olası hale gelir ve bu da MB açısından bir güvenilirlik kaybına yol açar. Bu problem özellikle sanayileşmiş ülkelere göre çok daha yüksek enflasyon oranlarına sahip olan yükselen piyasa ekonomileri açısından daha ciddidir. Bu soruna ilişkin ileri sürülen çözüm; EH uygulamasına ancak başarılı bir dezenflasyonist süreç gerçekleştirildikten sonra geçilmesi gerektiği yönündedir (Mishkin, 2000a: 28).

Enflasyon oranının yıllar boyunca kronikleşmiş olarak yüksek seyrettiği (örneğin yıllık % 30-49 düzeylerinin üzerinde) ülkelerde, tüm nominal değişkenler yüksek derecede atalet (inertia) gösterme eğiliminde olurlar ve para politikası büyük ölçüde uyumlaştırıcı (accommodative) olur. Bu tür durumlarda para politikası ancak maliye politikası kadar iyi olabilir ve genelde enflasyon üzerinde kısa dönemli ve öngörülmeleyen etkileri olur. Bu bağlamda bu tür durumlarda ekonomi politikasının en önemli önceliği; enflasyon beklentilerinde çapa olarak kullanılacak bir veya daha fazla nominal değişkenin seçimini, hükümetin parasal finansmana son vermeyi ve de mali bir konsolidasyonu da içeren kapsamlı bir stabilizasyon programı aracılığıyla enflasyonda devamlı bir düşüşün sağlanması olmalıdır (Masson, Savastano ve Sharma: 1997: 22).<sup>38</sup>

Hu (2003), 1980-2000 dönemi için 66 ülkenin veri setini kullanarak enflasyon hedeflemesine ilişkin bir ampirik çalışma yapmıştır. Yazar çalışmasında, daha yüksek enflasyon oranları geçerli olduğunda enflasyonu aşağıya çekmek için parasal otorite tarafından EH çerçevesinin benimsenmesinin daha olası olduğu yönünde bir beklentiye sahip iken, sonuçlar beklentinin aksi yönünde çıkmıştır. Yazar, beklemediği bu sonuca ilişkin şu çıkarılamayı yapmıştır: Parasal otoriteler, çok yüksek enflasyon oranlarının düşürülmesinden ziyade, mevcut düşük enflasyonlarını sürdürmek ya da daha düşük

---

<sup>38</sup> Ayrıca bkz., Calvo ve Vegh (1994).

oranlara yaklaşmak (yakınsamak) amacıyla genellikle enflasyon hedeflemesini seçmektedirler. Yazar, enflasyon hedeflemesine düşük enflasyon düzeylerinde geçilmesinin nedenini, daha önceden de ifade ettiğimiz MB kredibilitesine ilişkin endişelere bağlamaktadır. Bu kapsamda, merkez bankaları, kamuoyunun güvenini kaybetme korkusuyla, ancak enflasyon oranları, hedefledikleri orana kolayca ulaşabilecekleri ya da bu hedefi kolayca sürdürebilecekleri kadar düşük olduğunda hedefleme stratejisine geçme eğilimindedirler (Hu, 2003: 11).

### **2.6.6 Dolarizasyonun Aşırı Boyutlarda Olmaması<sup>39</sup>**

Dolarizasyonun MB, para politikası ve dolayısıyla EH rejimi açısından önemine değinmeden önce dolarizasyona ilişkin tanımlara ve bazı temel ayrımlar ile dolarizasyonun nedenlerine kısaca değinmek, tezin Türkiye'ye ilişkin bölümünde ele alınacak olan dolarizasyon olgusunun da doğru bir şekilde anlaşılabilmesi için yerinde olacaktır.

#### **2.6.6.1 Dolarizasyon Nedir?**

Dolarizasyon yerli paraya ek olarak daha istikrarlı bir seyir izleyen yabancı paranın tedavülde olmasını ifade eden durumdur. Tedavülde olan yabancı para biriminin çoğunlukla Amerikan doları olması sebebiyle sözkonusu durum dolarizasyon olarak ifade edilmektedir. Bununla birlikte, literatürde, yabancı para biriminin Japon Yeni veya geçmişte Alman Markı ve günümüzde Avrupa para birimi Euro olması durumunda da Amerikan doları kastedilmeksizin dolarizasyon ifadesine rastlanmaktadır. Ancak tedavüldeki yabancı paranın ne olduğunun vurgulanması gerektiği durumlarda markizasyon (markization) veya euroizasyon (euroization) gibi ifadelerle de karşılaşılmaktadır (Metin-Özcan ve Us, 2006: 100-101).

Dolarizasyon kavramı, akademik yazında *tam dolarizasyon (full dollarization)* ve *kısmi dolarizasyon (partial dollarization)* olarak iki temel başlık altında ele

---

<sup>39</sup> Bu bölümün hazırlanmasında genel olarak Serdengeçti (2005e) ve TCMB (2007c)'den yararlanılmıştır.

almaktadır.<sup>40</sup> Tam dolarizasyon, bir ülkenin ulusal parasını tamamen terk ederek yabancı bir para birimini resmi para birimi olarak kullanmasıdır. Euro bölgesi, bir para birliği olması nedeniyle farklı bir örnek olarak değerlendirilirse, tam dolarizasyon için Panama ve Ekvador gibi sadece birkaç küçük ülke örneği olduğu söylenebilir. Kısmi dolarizasyon ise; bir ülkedeki ekonomik birimlerin, yerleşiklerin, yüksek enflasyon ortamında ulusal paranın değer kaybından korunmak amacıyla, ulusal para cinsinden finansal varlıklar yerine yabancı para cinsinden finansal varlıkları seçmeye başlamasıyla ortaya çıkan ve ülkelerin kendilerine özgü özelliklerine göre çeşitli aşamalar itibariyle gelişim gösteren bir olgudur. Özellikle Türkiye ekonomisini yakından ilgilendirmesi nedeniyle, kısmi dolarizasyon konusu önem taşımaktadır.

Kısmi dolarizasyon, gerek ortaya çıkış nedenlerine gerekse ülkelerin kendilerine özgü koşullarına bağlı olarak farklı biçimlerde karşımıza çıkmaktadır. Uygulamada görülen bu farklılıklar kısmi dolarizasyon başlığı altında birçok dolarizasyon tanımı yapılmasını gerektirmektedir. Bu kapsamda; varlık dolarizasyonu (asset dollarization) ve yükümlülük dolarizasyonu (liability dollarization) değinilmesi gereken altbaşlıklardır.

(1) *Varlık Dolarizasyonu*: Kısmi dolarizasyon kavramı, erken iktisat yazınında para talebi dinamikleri ile özellikle de dolarizasyon ve enflasyon arasındaki ilişki çerçevesinde “*para ikamesi*” kavramı ile ilişkilendirilmiştir. Bu kapsamda dolarizasyon ya da zaman zaman aynı anlamda kullanılan para ikamesi, ödeme ve hesap birimi olarak işlemlerde yabancı para cinsinden varlıkların kullanılmasıdır. Varlık dolarizasyonu ya da varlık ikamesi ise; yabancı paranın, yerli paranın sahip olması beklenen, hesap birimi, değişim aracı ve değer biriktirme fonksiyonlarından herhangi birini veya her birini yerine getirebildiği durumlarda geçerli olmaktadır. Varlık dolarizasyonu, göreceli olarak daha eski literatür olarak nitelendirebileceğimiz dolarizasyon ölçümünü kapsamakta ve ekonomik birimlerin bilançolarının varlık kısmındaki dolarizasyonunu incelemektedir (Akıncı, Özer ve Usta, 2005: 1). Genelde dolarizasyonun ilk

---

<sup>40</sup> Literatürde, tam dolarizasyon ve kısmi dolarizasyon ifadeleri yerine bazen sırasıyla resmi dolarizasyon ve gayri resmi dolarizasyon ifadesi de kullanılmaktadır.

aşamasının, “varlık ikamesi” şeklinde geliştiği, yüksek enflasyonun kronik bir hal alması ile beraber de para ikamesine dönüştüğü ifade edilmektedir.

(2) *Yükümlülük Dolarizasyonu*: Özellikle gelişmekte olan piyasalarda yakın geçmişte sıkça yaşanan bankacılık krizleri, iktisat yazınına varlık dolarizasyonunun yanı sıra “yükümlülük dolarizasyonu” kavramını da eklemiştir. Yükümlülük dolarizasyonu; ülkedeki bankacılık ve kamu kesimi dâhil olmak üzere tüm ekonomik birimlerin, yabancı para cinsinden büyük miktarda yükümlülüklerinin bulunmasıdır.

Varlık ve yükümlülük dolarizasyonlarının tek bir başlık altında toplanmasıyla da *finansal dolarizasyon (financial dollarization)* tanımına ulaşılmaktadır. Bugün gelinen noktada, finansal dolarizasyon; bir ülkedeki yerleşiklerin, hem varlık hem de yükümlülüklerini yabancı para cinsinden tutma eğilimleri olarak tanımlanmaktadır (Yeyati, 2006: 64). Bu tanım, ekonomik birimlerin bilânçolarının hem varlık hem de yükümlülük tarafını kapsadığından daha geniş bir dolarizasyon tanımı olarak nitelendirilmektedir (Yılmaz, 2005: 3).

### 2.6.2.2 Dolarizasyonun Nedenleri

Dolarizasyonun ortaya çıkmasının ardında temel olarak iki unsur bulunmaktadır: (i) Makroekonomik istikrarsızlık ve (ii) Düzenleyici çerçevedeki aksaklıklar ve piyasa eksiklikleri.

İstikrarsız bir makroekonomik ortam ve iktisadi birimlerin istikrarsızlığa karşı yabancı para birimine yönelerek korunma istekleri dolarizasyonun temel nedenlerinden biridir. Makroekonomik istikrarsızlığın birincil kaynağı ise dünyada ülke örneklerinin de ortaya koyduğu gibi, yüksek ve oynak enflasyondur. Bu kapsamda reel döviz kurunda beklenen oynaklık ile enflasyonda beklenen oynaklığın görece ilişkisi de dolarizasyonu teşvik etmektedir. **Portföy yaklaşımı** olarak bilinen bu görüşe göre kısaca, nominal döviz kurunun oynaklığı enflasyonun oynaklığından görece olarak düşük ise, yerleşikler enflasyonun yol açtığı belirsizlikten korunabilmek amacıyla

yabancı parayı tercih etmektedirler. Portföy yaklaşımı; sabit/öngörülebilir kur rejimlerinin yüksek enflasyonla birlikte dolarizasyonu teşvik ettiği, dalgalı kur rejimi ile enflasyon hedeflemesi ikilisinin ise dolarizasyonu caydırıcı olduğu sonucuna varmaktadır.

Makroekonomik istikrarsızlık çerçevesinde, dolarizasyona etki eden bir diğer unsur, yüksek ve kronik bütçe açıkları sonucu ortaya çıkan yüksek ve kırılğan borç dinamikleridir. Bu durum bir yandan kamunun borçlanma gereğini artırırken, diğer yandan da borç yapısının sürdürülebilirliğinin sorgulanmasına yol açarak borçlanma sırasında ödenen risk primini artırmaktadır. Yurtiçi tasarruf imkânlarının kısıtlı olduğu ülkeler dış piyasalardan borçlanmak zorunda kalmakta ve yabancı para cinsinden borcun artması dolarizasyon düzeyini artırmaktadır.

Ayrıca, özel sektör, yüksek risk primi ve düşük tasarruf eğilimi nedeniyle, borç piyasalarında kamu ile rekabet edemeyerek yurtiçinden kaynak sağlayamaz hale gelmektedir. Bu durum da, özel sektörün borçlanmasında yabancı para ağırlığının artmasına neden olarak dolarizasyonun sebeplerinden birisini oluşturmaktadır. Bunlara ek olarak, hükümetler borç yükünün nominal değerini azaltabilmek için sürpriz enflasyon yaratma eğilimi gösterdiklerinde, ulusal para cinsinden borcun risk primi artmakta ve dolayısıyla faizi yükseltmektedir. Bu durum, hükümetleri yabancı para cinsinden boçlanmaya iterek dolarizasyonu artırmaktadır.

Dolarizasyonun ortaya çıkmasında etkili olan ikinci temel unsur, düzenleyici çerçevedeki aksaklıklar ve piyasa eksiklikleridir. Bu kapsamda, gelişmemiş finansal piyasalar, yetersiz düzenlemeler ve yabancı para cinsinden mevduatlara verilen garantiler yabancı para talebini artırarak dolarizasyon düzeyini etkilemektedir.

### **2.6.6.3 Merkez Bankası ve Para Politikası Açısından Dolarizasyon**

Dolarizasyonun ekonomi üzerinde çok önemli etkileri bulunmaktadır. Dolarizasyonun ekonomi üzerindeki en önemli etkisi, ülkenin ekonomik şoklara karşı

kırılganlığını artırmasıdır. Dolarizasyon, finansal kesimde ödeme yeteneğine ilişkin riskler ve likidite riskinden ötürü kırılganlığı artırırken, gelirinin önemli bölümü ulusal para cinsinden olan kamunun yabancı para cinsinden borçları nedeniyle borcun sürdürülebilirliği açısından önem taşımaktadır. Ayrıca, dolarizasyonun yüksek olduğu ülkelerde döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisi de yüksek olmaktadır. Yüksek dolarizasyonda yabancı para cinsinden fiyatlamaya yaygınlaşmakta ve ulusal paradaki değer kaybının sürekli ve kalıcı olarak algılanması ile firmalar sıklıkla fiyat ayarlamalarına gitmektedir.

Dolarizasyonun ekonomiye etkileri bunlarla sınırlı değildir. Dolarizasyonun, tez konumuz itibarıyla bizim açıımızdan en önemli etkisi, merkez bankaları ve para politikalarına ilişkin etkileridir. Merkez bankaları açısından dolarizasyonun en önemli olumsuz etkisi, dolarizasyonun para talebinde istikrarsızlığa yol açması ve dolayısıyla enflasyonun tahmin ve kontrol edilmesini güçleştirmesidir. Bu da merkez bankasının para politikası üzerindeki etkisini sınırlandırmaktadır.

Dolarizasyonun merkez bankaları ve para politikasına bir diğer etkisi seçilen kur rejimi ile ilgilidir. Sabit ya da yönetilen kur rejimlerinde merkez bankalarının döviz kuru riskini büyük ölçüde üstlenmeleri; ekonomik birimlerce risk yönetim ilkelerinin göz ardı edilmesine yol açmakta ve enflasyonun yüksek olduğu ekonomilerde kurun enflasyona göre daha az oynak olması dolarizasyonu teşvik etmektedir. Bununla beraber, güvenilir para politikaları sayesinde enflasyon kontrol altına alındığında, dalgalı kur rejimi dolarizasyonu önlemede çok önemli bir rol oynamaktadır.

Dalgalı kur rejiminde, dolarizasyon düzeyi de yüksek ise finansal sistemin kırılganlığı ve döviz kurunun enflasyon üzerindeki geçiş etkisi “dalgalanma korkusuna” neden olabilmektedir. Bu durum merkez bankalarını, enflasyonu kontrol etmekle kırılganlığı ve geçiş etkisini gözetmek arasında bir ödünleşme içerisinde bırakabilmektedir. Özetle, dolarizasyon neden olduğu tüm bu olumsuzluklar nedeniyle, EH rejimi açısından bir risk unsuru oluşturmaktadır. Dolayısıyla, EH rejiminin sağlıklı

olarak yürütülebilmesinin önemli ön koşullarından birisi de dolarizasyon düzeyinin düşük olması gerektiğidir.

### **2.6.7 Döviz Kurundan Fiyatlara Geçiş Etkisinin Düşük Olması**

Yurtiçi fiyatlarda kurdaki değişmeler nedeniyle ortaya çıkan değişme, kurdan geçişkenlik olarak ifade edilmektedir. Bu kavram, literatürde geleneksel olarak, ihracatçı ülke ile ithalatçı ülke arasındaki nominal döviz kurunda ortaya çıkan % 1'lik değişme nedeniyle ithal edilen malın yurtiçi fiyatında meydana gelen % değişim olarak tanımlanmaktadır. Bu tanımlama zaman içinde, özellikle tüketici fiyatlarını olmak üzere diğer tür fiyatları da içerecek şekilde gelişmiştir (Bailliu ve Bouakez, 2004: 20). Bu bağlamda, Sekine (2006: 2) tarafından *kurdan geçişkenlik etkisi (exchange rate pass-through effect- ERPT)*; genellikle tüketici fiyatları, üretici fiyatları ve ithalat fiyatlarını da içeren yurtiçi fiyatların, döviz kurundaki hareketlere tepkisi olarak tanımlanmaktadır.

EH uygulayan ülkelerin karşılaştığı temel zorluklardan biri ithalat fiyatları ile döviz kurundaki şokların yurt içi fiyatlar üzerindeki etkisinin değerlendirilmesidir. Özellikle, döviz kurunun sermaye girişlerine duyarlı olduğu küçük, açık ve gelişmekte olan ekonomiler için bu tür şoklar enflasyon hedefine ulaşılması konusunda engel teşkil edebilmektedir. Bu sebeple, fiyat istikrarını örtük ya da açık olarak temel hedef kabul eden bir parasal otorite için döviz kurundan fiyatlara geçişkenliğin anlaşılması önem arz etmektedir (Kara ve Ögünç, 2005: 1).

Döviz kuru şoklarının yurtiçi fiyatlar üzerindeki etkisinin anlaşılması ve belirlenmesi, akademisyen ve merkez bankacılarının daima ilgi odağında olmuştur. Son yıllarda, uzun süre sabit kur uygulayan çoğu gelişmekte olan ülkenin EH rejimi kapsamında sabit kur rejimini terk etmeleri gerçeği bu durumu daha da ilginç kılmaktadır. Bu rejimler, nominal döviz kurları ile fiyat düzeyi gibi diğer nominal değişkenler arasında güçlü bir ilişki yaratmıştır. EH stratejisi ile beraber dalgalı kur rejimine geçilmesinin bu ilişkiyi zayıflatması beklenmektedir. Aksi takdirde, döviz kurunun dalgalı kur rejiminde hemen hemen öngörülemez olması nedeniyle, gelecek

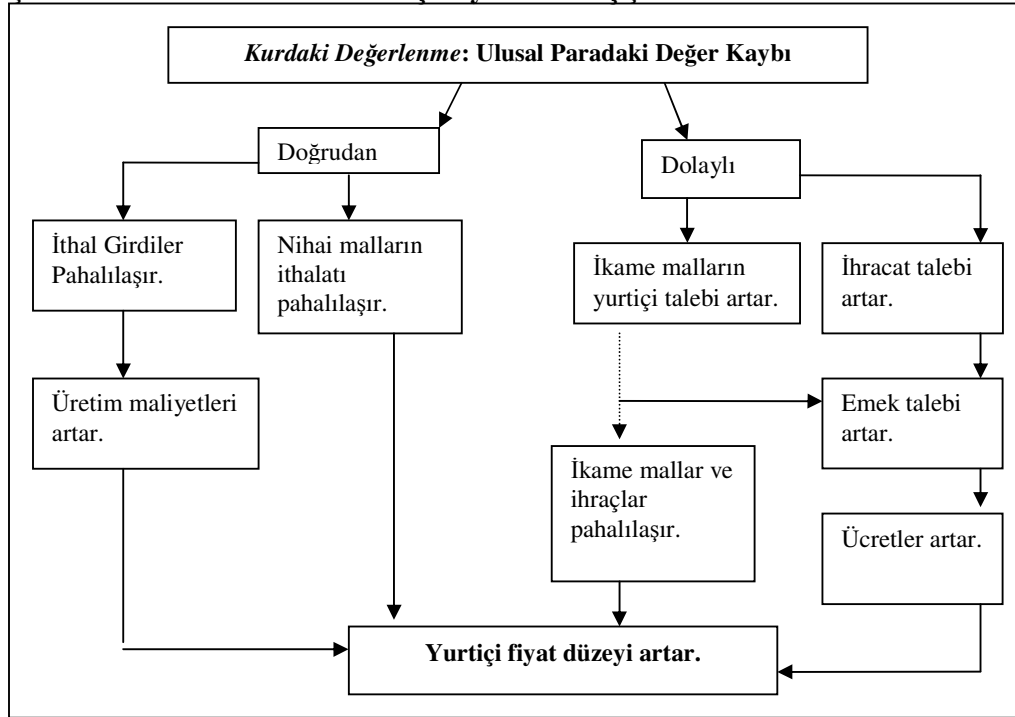
enflasyonu tahmin etmek neredeyse mümkün olamayacaktır. Bu durum parasal otorite açısından hiç de istenmeyen bir durumdur (Kara vd., 2005: 4).

Enflasyon hedefi rejimi çerçevesinde enflasyon tahminlerinin nominal çapa olarak kullanılması nedeniyle, döviz kurları böyle bir çerçevede sadece, kamuoyunca bilinen makroekonomik hedef ve tahminler seti aracılığıyla tespit edilen ileriye dönük bir değişkendir. Bununla birlikte, EH rejimine geçilmesiyle, bazı iktisadi birimler döviz kurunu nominal çapa olarak algılamaya devam edebilirler. Yani, bu iktisadi birimler nominal kurdaki hareketlere çok büyük önem göstererek davranışlarını buna göre yeniden şekillendirebilirler. Bu önem temelde dört kanaldan kaynaklanabilmektedir: (i) Birinci kanal ithal edilen girdilerin maliyetlerine ilişkindir, (ii) İkincisi, iktisadi birimlerin yeni rejimi öğrenmeleri biraz zaman alabilmektedir, (iii) Üçüncü olarak, nominal kurlar piyasalarda olup biteni eşanlı olarak gösteren ve anlaşılması kolay günlük bir göstergedir: yani nominal döviz kuru, günlük para politikası işlemlerinin, ikinci el tahvil piyasasındaki ve muhtemelen borsadaki gelişmelerin bir sonucudur ve (iv) Son olarak da, günlük temeldeki belirsizlik çoğunlukla kurdaki gelişmelerle yakalanabilmektedir ve bu yüzden iktisadi birimlerin beklentileri büyük oranda bu gelişmelere bağlıdır (Kara vd., 2005: 8). Sonuç olarak, makroekonomik anlamda döviz kuru – enflasyon ilişkisi başlıca üç mekanizma ile açıklanabilir (DPT, 2005: 137-138):

- i. İthal Malların Fiyatları:** Bu mekanizmaya göre, yabancı bir malın yabancı para cinsinden fiyatı değişmese de, kurdaki bir artış bu malın Türk lirası cinsinden fiyatını artıracaktır. Bu mekanizmanın enflasyon üzerindeki etkisi, enflasyon hesaplanmasında kullanılan mal ve hizmet sepetinde ithal malların ağırlığı ile doğru orantılıdır.
- ii. İthal Girdilerin Fiyatları:** İkinci mekanizma da tüketim malları değil, ara mallar ve sermaye malları aracılığıyla çalışmaktadır. Herhangi bir malın üretiminde ithal girdiler kullanılıyorsa kurdaki bir artış üretim maliyetlerini artırarak nihai malın fiyatını etkileyecektir.
- iii. Enflasyon bekleyişleri ve endeksleme mekanizmaları:** Üçüncü mekanizma bilinen makroekonomik ilişkilerden biraz daha farklıdır. Uzun süre enflasyonla yaşayan iktisadi birimler geleceğe yönelik karar alırken bazı endeksleme

mekanizmaları geliştirmektedirler. Bunlardan biri de döviz kurudur. Enflasyon belirsizliği altında, döviz kurunun gelecekteki enflasyon açısından iyi bir gösterge olduğuna inanılırsa fiyat yapıcıları da kendilerini enflasyondan korumak amacıyla kurdaki değişimleri fiyatlarına yansıtmayı tercih edebilirler. İşte bu durum, dış ticarete konu olan ya da olmayan, ithal girdi kullanan ya da kullanmayan tüm malların fiyatları için geçerli olacaktır. Diğer bir ifadeyle, döviz kuru değişimlerinin herhangi bir kanalla maliyetleri etkilemediği bir sektörde faaliyet gösteren bir firma, döviz kuru arttığında genel fiyat düzeyinin de artacağı beklentisiyle bu artışı fiyatlarına yansıtacaktır.

**Şekil 2.3 Döviz kurundan Yurtiçi Fiyatlara Geçiş Etkisi** <sup>41</sup>



**Kaynak:** McFarlane, 2002, s. 5.

Döviz kurundan yurtiçi fiyatlara geçiş etkisine ilişkin yukarıdaki açıklamalar şematik olarak da gösterilebilir. Diğer taraftan literatürde geçiş etkisinin genelde

<sup>41</sup> Literatürde yer alan çalışmaların bazıları; geçişkenlik etkisini iki aşamalı olarak ele almaktadır. Buna göre birinci aşamada, kurlarda ortaya çıkan dalgalanmalar ithalat fiyatlarına yansır. İkinci aşamada da ithalat fiyatları tüketici fiyatlarına yansır (Bailliu ve Bouakez, 2004: 20 ve Sekine, 2006: 2).

'doğrudan' ve 'dolaylı' olmak üzere iki kanal aracılığıyla işlediği ifade edilmektedir. Şekil 2.3'te de görüldüğü üzere doğrudan kanal şu şekilde işlemektedir: *kurdaki değerlenme*<sup>42</sup> nedeniyle ulusal parada ortaya çıkan değer kaybı, ithalatı yapılan girdiler ile nihai malları pahalılaştırır. Sermaye malı ve ara malı ithalatında ortaya çıkan yüksek maliyetler, marjinal maliyetleri arttırarak yurtiçinde üretilen malların fiyatının yükselmesine neden olur. Dolaylı kanal ise şu şekilde işlemektedir: Kurdaki değerlenme nedeniyle ulusal parada ortaya çıkan bir değer kaybı, yurtiçi malları yabancılar için görece olarak daha ucuz hale getirir. Böylece ihracat ve toplam talep, potansiyel çıktıya görece olarak artar ve bu da yurtiçi fiyat düzeyinin yükselmesine yol açar. Nominal ücret sözleşmeleri kısa dönemde sabit olduğundan, reel ücretler düşer ve çıktı nihayetinde artar. Bununla birlikte, reel ücretler zaman içinde orijinal düzeylerine döndüğünde, üretim maliyetleri artmış olur ve genel fiyatlar düzeyi yükselerek çıktı düşer. Sonuçta, kurdaki değerlenme fiyat düzeyinde kalıcı bir artışa yol açarken, çıktıda sadece geçici bir artışa neden olmuş olur (McFarlane, 2002: 4-6).

Özet olarak söylemek gerekirse, döviz kurunda ortaya çıkan dalgalanmalar yurtiçi fiyat düzeyini etkilemektedir. Dolayısıyla, özellikle EH uygulayan ülkelerde, döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisinin boyutunun (miktarının) ve zamanlamasının (hızının) tespit edilmesi; enflasyonun tahmin edilmesinde ve enflasyonist şoklara karşı para politikasının ayarlanmasında çok büyük önem taşımaktadır (Arat, 2003: 67). Zira, kurlardaki şokun iç fiyatlara etkisini sterilize etmeye yönelik bir para politikası uygulaması, öngörülmedik sonuçlara yol açarak hedeften sapmalara neden olabilir. Bununla birlikte, kurdan fiyatlara geçişkenliğin boyutu ve hızı birçok faktöre bağlıdır. Bu faktörler; piyasa yapısı, fiyatlama politikaları, genel enflasyonist ortam, tüketici ve üretici fiyatları endeksinde ithallerin görece payı gibi unsurları içermektedir (Hyder ve Shah, 2004: 3).

---

<sup>42</sup> Burada nominal döviz kuru örneğin, USD / YTL (ulusal para) olarak tanımlanmıştır. Bu kapsamda kurdaki bir değerlenme (appreciation) ulusal parada bir değer kaybı anlamına gelmektedir. McFarlane (2002)'de ise nominal kur tanımı tam tersi olarak alınmıştır: örneğin YTL / USD olarak. Dolayısıyla o çalışmada şemada bahsedilen kurdaki değer kaybı ifadesiyle de yine ulusal paradaki değer kaybı ifade edilmektedir. Sadece formül tersten okunmaktadır, nihai yorumlamada bir değişiklik yoktur. Kurla ilgili olarak daha önce yaptığımız açıklamalara yönelik herhangi bir karışıklık olmaması nedeniyle bu tanımlamaya gidilmiştir.

Döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisinin yüksek olması, neden olduğu bu olumsuzluklar neticesinde, özellikle enflasyon hedeflemesine geçmeyi planlayan ülke merkez bankaları açısından bir risk faktörü oluşturmaktadır. Bu açıdan, döviz kuru ile enflasyon arasındaki nedensellik ilişkisinin mümkün olduğunca zayıflatılması gerekmektedir. Literatürde son 30 yılda ERPT ile ilgili yapılmış teorik ve ampirik çalışmalar ivme kazanmıştır. Tekli ülke çalışmalarının yanında, literatürde özellikle ERPT'nin gelişmekte olan ve gelişmiş ülkeler açısından değerlendirildiği çalışmaların son zamanlarda yoğunlaştığı görülmektedir. Örneğin, Ca'Zorzi, Hahn ve Sánchez (2007), ERPT'yi Asya, Latin Amerika ve Merkezi ve Doğu Avrupa'yı kapsayan 12 gelişmekte olan ülke açısından incelemişlerdir. Bununla birlikte yazarlar, elde ettikleri bulguların, kurlardan hem ithalat hem de tüketici fiyatlarına geçişkenliğin gelişmekte olan ülkelerde, gelişmiş ülkelere daha yüksek olduğunu iddia eden geleneksel görüşü kısmen çürüttüğünü belirtmiştir. Çalışmada, tek haneli enflasyon seviyesine sahip gelişmekte olan ülkelerin (özellikle Asya ülkelerinin), ithalat ve tüketici fiyatlarına olan döviz kuru geçişkenliğinin düşük bulunduğu ve gelişmiş ülkelerin seviyelerinden pek farklı olmadığı ifade edilmiştir.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 3. DÜNYADA ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ

EH rejimi, ilk defa 1989 yılında Yeni Zelanda tarafından uygulanmaya başlanmış ve zaman içinde giderek artan sayıda ülke tarafından para politikası stratejisi olarak benimsenmiştir. Bu rejimi uygulayan ülke sayısındaki artışta; rejimi benimseyen ülkelerde enflasyon oranlarının düşmesi, fiyat istikrarını sağlama yolunda önemli başarılar elde edilmesi, büyümenin olumlu yönde etkilenmesi, ekonominin şoklara karşı dayanıklılığının artması ve bu rejimi terk etmeyi gerektirecek hiçbir olumsuz sonuçla karşılaşılması gibi unsurların etkili olduğu ileri sürülmektedir (TCMB, 2006a: 11).

Bu bölümde, EH rejiminin önkoşullarının sağlanma derecesi bu rejimi dünyada benimsemiş olan ülke örnekleri bağlamında kısaca ele alınmış ve buna ek olarak EH rejiminin makroekonomik performans üzerindeki etkileri rejimi uygulayan 24 ülke için temel birtakım tanımlayıcı istatistikler hesaplanarak yorumlanmıştır. Bu sayede, EH rejiminin uygulanmasının makroekonomik performans açısından herhangi bir fark yaratıp yaratmadığı da tespit edilmeye çalışılmıştır.

#### 3.1 Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Önkoşullarının Sağlanma Derecesi

Daha önceki bölümlerde belirttiğimiz üzere, EH rejiminin birtakım önkoşulları bulunmaktadır. Diğer taraftan literatürde, özellikle son zamanlarda rejimi uygulamaya geçmeden önce bu önkoşulların ne ölçüde sağlanması gerektiği konusunu araştıran çalışmalar yoğunlaşmıştır. Bu konuya ilişkin en kapsamlı çalışmalardan birisi, 2005 yılında IMF tarafından yapılan çalışmadır. Bu çalışmaya değinmeden önce EH uygulayan ülkelerde enflasyon, mali baskınlık ve finansal derinlik durumları incelenmiştir.

**Tablo 3.1 EH uygulayan ülkelerde Enflasyon, Mali Baskınlık ve Finansal Derinlik**

Ülkeler	Hedeflemeye Geçiş Tarihi	Geçerli Olan Son Hedef	Hedefleme Tarihindeki Enflasyon Oranı <sup>1</sup>	Mali Baskınlık Oranı <sup>1</sup>	Finansal Derinlik Oranı <sup>1</sup>
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>				(Bütçe Dengesi / GSMH)	(M2 / GSYİH)
Avustralya	Nis.93	2-3%	1,21%	-3,6%	53,9%
İsviçre <sup>2</sup>	Oca.00	-	1,43%	-0,2%	150,9%
İsveç	Oca.93	2% (±1)	1,82%	-7,8%	-
Finlandiya <sup>3</sup>	Şub.93	-	2,52%	-	-
Norveç	Mar.01	2,50%	3,09%	14,9%	47,3%
İngiltere	Eki.92	2% (±1)	3,63%	-3,1%	-
İzlanda	Mar.01	2,5% (±1,5)	4,32%	2,7%	42,9%
Kanada	Şub.91	2% (±1)	4,92%	-3,8%	47,1%
Yeni Zelanda	Mar.90	1-3%	7,21%	4,0%	67,0%
<b>Ortalama</b>			<b>3,35%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>51,64%</b>
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>					
Şili	Oca.91	3% (±1)	29,02%	0,8%	36,8%
İsrail	Oca.92	1-3%	18,52%	-6,2%	60,0%
Peru	Oca.94	2% (±1)	41,54%	-2,6%	16,1%
Kore	Oca.98	3% (±0,5)	5,05%	1,7%	38,9%
Çek Cum.	Oca.98	3% (±1)	10,12%	-2,3%	65,3%
Polonya	Eki.98	±2,5%	11,13%	-1,2%	31,0%
Meksika	Oca.99	3% (±1)	17,56%	-1,2%	31,8%
Brezilya	Haz.99	4,5% (±2)	2,30%	-7,5%	25,8%
Kolombiya	Eyl.99	3,5-4,5%	20,71%	-3,8%	22,3%
Güney Afrika	Şub.00	3-6%	1,96%	2,4%	54,4%
Tayland	Nis.00	0-3,5%	0,90%	-3,5%	105,5%
Macaristan	Haz.01	3% (±1)	10,34%	-3,6%	42,9%
Filipinler	Oca.02	4-5%	5,22%	-4,5%	57,2%
Endonezya	Tem.05	6% (±1)	7,65%	-	43,2%
Romanya	Ağu.05	4% (±1)	9,84%	-	23,1%
Slovak Cum.	Ara.05	2% (üst sınır)	2,09%	-	59,9%
<b>Türkiye</b>	<b>Oca.06</b>	<b>4% (±2)</b>	<b>7,61%</b>	<b>-2,0%</b>	<b>(M2 - 31,5%) (M2Y - 47,1%)</b>
<b>Ortalama</b>			<b>11,86%</b>	<b>-2,39%</b>	<b>40,01%</b>

**Kaynak:** Ülke merkez bankalarının internet siteleri, IFS veritabanı ve WDI 2006 Veritabanı (CD versiyonu)'ndan derlenmiştir. Türkiye'ye ilişkin enflasyon verisi TCMB EVDS'den alınmıştır. Mali baskınlık oranları için Öğretmen (2004) s.20'den yararlanılmıştır.

<sup>1</sup> Enflasyon oranları, ülkelerin enflasyon hedeflemesine geçmeden önceki son çeyreğe göre TUFEnin yıllık yüzde değişimi şeklinde ifade edilmektedir. Örneğin Ocak 2006'da EH uygulamaya başlayan Türkiye'de başlangıç enflasyon oranı, 2005 yılı 4. çeyreğe göre veya Ağustos 2005'te EH uygulamaya başlayan Romanya için de, 2005 2. çeyreğe göre TUFEnin deki yıllık % değişim olarak alınmıştır. Diğer taraftan bazı çalışmalarda EH'ne geçiş tarihinin belirlenmesinde farklı yöntemler uygulandığından başlangıç enflasyon oranları değişebilmektedir. Örneğin bazı çalışmalarda "yanyıl kuralı" uygulanmaktadır. Buna göre eğer stratejiye yılın ilk yarısında geçilmişse o yıl, eğer ikinci yılın ikinci yarısında geçilmişse de bir sonraki yıl stratejiye geçiş tarihi olarak ele alınmaktadır (bkz. Hu, 2003). Mali baskınlık ve mali derinlik oranları ise ilgili değişkenlerin, EH uygulamasına geçmeden bir önceki yıl sonu değerleri baz alınarak sunulmaktadır. Ayrıca, ortalamalar hesaplanırken, karşılaştırma yaparken yanıltıcı olmaması amacıyla diğer ülke örneklerine göre oldukça ekstrem değerler içeren Norveç, İsviçre ve Tayland'ın değerleri dikkate alınmamıştır.

<sup>2</sup> İsviçre resmi olarak enflasyon hedeflemesi uyguladığını açıklamamıştır. Ancak, parasal hedeflerin kullanılmaması, açık rakamsal bir enflasyon hedefi ilan etmesi ve enflasyon tahminlerini yayınlaması gibi nedenlerle genellikle enflasyon hedeflemesi ülkesi olarak nitelendirilmektedir.

<sup>3</sup> Finlandiya, EH stratejisini Şubat 1993'ten Haziran 1998'e kadar uygulamıştır.

Tablo 3.1’de, EH uygulayan ülkelerde rejime geçilen tarihteki enflasyon, mali baskınlık ve finansal derinlik oranları görülmektedir. İlk olarak enflasyonu inceleyecek olursak; tablodan da açıkça görüldüğü üzere, gelişmiş ülkelerin çoğu enflasyonu % 8’lerin altına düşürdükten sonra enflasyonu hedeflemeye başlamışlardır (% 1,2–7,2 aralığı). Gelişmekte olan ülkelerdeki durumu ise bu grup ülkeleri ikiye ayırarak değerlendirebiliriz. Bu kapsamda, enflasyonu daha erken tarihte hedefleyen gelişmekte olan ülkelerin (Şili, İsrail ve Peru’nun) enflasyon çok daha yüksek düzeylerdeyken, % 18–41 aralığındayken, hedeflemeye geçtikleri görülmektedir. Buna karşılık özellikle 1998 ve sonrası dönemde enflasyonu hedefleyen gelişmekte olan ülkelerin ise nispeten daha düşük enflasyon düzeylerinde, % 0,9 – 20 aralığındayken hedeflemeye geçtikleri görülmektedir. Mishkin ve Hebbel (2001: 3), özellikle Şili, İsrail ve Peru gibi bazı gelişmekte olan ülkelerin oldukça yüksek enflasyon oranlarında hedeflemeye geçmelerinin nedenini, bu ülkelerin düşük ve durağan bir enflasyona yakınsamak, enflasyon beklentilerini düşürmek ve kredibilitiyi inşa etmek için enflasyon hedeflemesini temel araç olarak kullanmalarına bağlamaktadır.

Tablo 3.1’de mali baskınlık oranları da görülmektedir. Mali baskınlığı ölçmek için çeşitli göstergeler bulunmaktadır. Bunlar; kamu kesimi borçlanma gerekliliğinin, konsolide bütçe açığının ve toplam iç borç stokunun GSMH’ya (veya GSYİH)’ya oranı gibi göstergelerdir. Ayrıca, toplam iç borç stokunun M2Y para arzına oranı da mali baskınlığın bir göstergesi olarak (iç borçlanmanın piyasalar üzerindeki baskısı olarak) kullanılabilir. Bununla birlikte, literatürde en sık kullanılan göstergenin Bütçe Dengesi / GSMH oranı olduğu görülmektedir. Tablodaki eksi değerler açığı, pozitif değerler ise fazlayı göstermektedir. Bütçe Açığı / GSMH oranının, gelişmiş ülkelerde ortalama olarak % -1,7 olarak gerçekleşirken, gelişmekte olan ülkelerde bu oranın % -2,39’luk oranla nispeten daha yüksek olduğu görülmektedir. Calvo ve Mishkin (2003: 9) tarafından da ana hatları çizilen ve gelişmekte olan ülkeler ile gelişmiş ülkeleri birbirinden ayıran temel kurumsal özelliklerden birinin zayıf mali kurumlar ve yapı olduğu gerçeği dikkate alındığında, mali baskınlık oranı açısından gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında ortalama olarak ciddi bir farklılık gözlenmediği dikkat çekmektedir. Diğer taraftan sadece ortalama değerlere bakarak yorum yapmak yanıltıcı

olabilir. Bireysel ülke deneyimlerine bakıldığında gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerin çoğunun bütçede açık verdiği ve mali baskınlık oranlarının negatif gerçekleştiği görülmektedir. Amato ve Gerlach (2002: 785) de, düşük mali baskınlık ve sağlam kamu finansmanı önkoşulunun birçok ülke tarafından ihlal edildiğini belirtmektedir.

Tablo 3.1'in son sütununda ise finansal derinlik oranları bulunmaktadır. Burada finansal derinliğin göstergesi olarak M2 / GSYİH oranı alınmıştır. Para Arzı / GSYİH oranı ekonomideki monetizasyon (parasallaşma) derecesini ölçen en temel göstergelerden biridir. Bizim çalışmamızda olduğu gibi literatürdeki birçok çalışmada da geniş tanımlı para arzı olan M2'nin, finansal sektörün boyutunu ölçen yeterli bir ölçüm kriteri olarak alınmasının nedenlerinden birisi finansal varlıklara ilişkin veri eksikliğidir. Bununla birlikte, bu göstergenin ekonominin finansal gelişim ve derinliğini tüm boyutlarıyla ortaya koymadığı unutulmamalıdır (Outreville, 1999: 3-4). Tablodan da görüldüğü üzere finansal derinlik oranı ortalama olarak gelişmiş ülkelerde % 51,6 iken gelişmekte olan ülkelerde % 40 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Mishkin ve Hebbel (2001: 3), birçok ülkenin bir ya da daha fazla önkoşulu sağlamadan enflasyon hedeflemesini benimsediklerini belirtmektedir. Örneğin, Şili ve İsrail 1990'lı yılların çoğunda döviz kurunu hedeflemiştir. İngiltere Merkez Bankası, araç bağımsızlığını elde etmeden çok daha önce enflasyon hedeflemesine geçmiştir. Çoğu ülke, şeffaflık (enflasyon raporları, tahminleri ve para politikası toplantı tutanaklarının yayımlanması gibi) ve hesap verebilirlikte yüksek seviyeler elde etmeden çok daha önce hedeflemeye geçmişlerdir.

EH rejimine başlarken ülkelerin ön koşullara uyum düzeyleri, yani önkoşulları ne ölçüde sağladıkları, IMF tarafından Eylül 2005'de yayımlanan Dünya Ekonomik Görünümü (World Economic Outlook) raporunda yer alan bir çalışmada kapsamlı olarak incelenmiştir. Çalışmada öncelikle EH rejiminin ön koşulları temel olarak 4 geniş gruba ayrılmıştır: Kurumsal bağımsızlık; gelişmiş teknik altyapı; ekonomik

altyapı ve sağlıklı finansal sistem.<sup>43</sup> Daha sonra ise enflasyonu hedefleyen (targeters) 21 ülke ile enflasyonu hedeflemeyen (non-targeters) 10 ülke merkez bankasına, bu dört genel önkoşul başlığı altında çeşitli sorular yöneltilerek bir anket çalışması yapılmıştır. Sorular 0 ile 1 değerlerini alacak şekilde kodlanarak her ülkenin ilgili alanındaki değerlendirmesi yapılmıştır. Çalışmanın temel bulguları özetle şu şekildedir (Batini, Kuttner ve Laxthon (2005: 176-177):

- *Kurumsal bağımsızlık*: Merkez bankalarının çoğu EH'ne geçtikleri sırada araç bağımsızlığını elde etmiştir.
- *Teknik Altyapı*: Enflasyonu hedefleyen gelişmiş ve gelişmekte olan merkez bankalarının çoğu, EH stratejisine, enflasyonu tahminleme kapasitesine ve tahmin modellerine ya sahip değillerken ya da bu açıdan kısıtlı durumda iken başlamışlardır.<sup>44</sup> Hedeflemeye geçildiği sırada, veri mevcudiyeti (data availability) açısından gelişmekte olan ülkeler gelişmiş ülkelere göreli olarak dezavantajlı bir konumdadırlar.
- *Ekonomik Yapı*: Hedefleyicilerin hiçbirisi, hedeflemeye geçtiklerinde ideal iktisadi koşullara sahip değildir. Ülkeler döviz kurlarındaki ve mal fiyatlarındaki değişimlere karşı duyarlıdır. Sanayileşmiş ülkeler açısından dolarizasyon problem değilken, bulgular gelişmekte olan ülkeler arasında farklı derecede dolarizasyona işaret etmektedir. Enflasyon hedefleyicileri arasından Peru, en dolarize olan ülkedir.
- *Sağlıklı Finansal ve Bankacılık Sistemi*: Hedeflemeye geçildiği sırada, çoğu ülke bu alanda göreli olarak zayıftır. Örneğin; risk ağırlıklı sermaye yeterlilik oranı, finansal piyasa derinlik oranı ölçümleri ve bankaların dövize ilişkin açık pozisyonları gibi göstergeler açısından enflasyonu hedefleyen ülkeler hedeflemeye geçtikleri sırada göreli olarak zayıf durumdadırlar.

---

<sup>43</sup> *Kurumsal Bağımsızlık* ile kastedilen; merkez bankasının mali ve politik baskı altında olmaması ve yasal bağımsızlığa sahip olması gerektiğidir. *Gelişmiş Teknik Altyapı*; merkez bankasının enflasyonu tahmin edebilme ve modelleyebilme yeteneği ile bunlar için gerekli verilere sahip olması gerektiği hususudur. *Ekonomik altyapı* ile kastedilen; fiyatlar serbestleştirilmeli, ekonomi mal fiyatlarına ve döviz kurlarına aşırı duyarlı olmamalı ve dolarizasyon minimum olmalıdır. Sağlıklı finansal sistem ise etkili bir parasal aktarım mekanizması için bankacılık sisteminin güçlü ve sermaye piyasalarının yeterince gelişmiş olması gerektiğini ifade eder.

<sup>44</sup> Bu ülkelere; Kanada, İsveç ve İngiltere gibi gelişmiş ülkeler ile Polonya ve Güney Afrika gibi gelişmekte olan ülkeler dâhil değildir.

Çalışmanın ulaştığı nihai sonuç; enflasyonu hedefleyen ülkelerin hiçbirisinin EH rejiminin teorik olarak öngördüğü tüm koşulları tam anlamı ile aynı anda sağlayamadığıdır. Bu gerçek bize, EH rejiminin benimsenmesine ve başarıyla uygulanmasına yalnızca önkoşulların sağlanamamasının engel teşkil eden bir faktör olmadığını göstermektedir. Bu bağlamda EH rejimine geçiş aşamasında önemli olan, bu koşulların tümünün tam olarak sağlanmasından çok, bu koşullarda EH rejiminin işlemlerini engellemeyecek ölçüde ilerleme sağlanmış olmasıdır (TCMB, 2006a: 10). Çalışmanın çok da sürpriz olmayan sonuçlarından birisi de, gelişmiş ülkelerin gelişmekte olan ülkelere göre genel olarak daha iyi durumda olduğudur.

Çalışmanın bulguları özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından önem taşımaktadır. Bulgular, başarılı bir EH rejimi uygulamasından önce, gelişmekte olan ülkelerin katı bir önkoşullar bütünü olan kurumsal, teknik ve ekonomik önkoşulları sağlamak zorunda olmadığını göstermektedir. Bunun yerine, rejimin başarısı gelişmekte olan ülkeler açısından çoğunlukla, otoritelerin hedeflemeye geçtikten sonra kurumsal değişmeyi planlayabilme ve gerçekleştirebilme taahhüt ve yeteneklerine bağlı gibi görünmektedir. Bu nedenle, EH'ne geçmeyi düşünen ülkelere yönelik politika tavsiyeleri, *hedefleme sırasında ve sonrasında* stratejinin potansiyel yararlarından maksimum şekilde yararlanabilmek için merkez bankalarının çabalamak zorunda oldukları *kurumsal ve teknik* amaçlar üzerine odaklanmalıdır (Batini, Kuttner ve Laxthon, 2005: 179).

### **3.2 Enflasyon Hedeflemesinin Makroekonomik Performans Üzerine Etkileri**

Bu bölümde EH'nin makroekonomik performans üzerindeki etkileri, ekonominin temel bazı göstergeleri dikkate alınarak, hedefleme öncesi dönem ve hedefleme sonrası dönem itibarıyla ve EH stratejisini uygulayan ve uygulamayan ülkeler çerçevesinde karşılaştırmalı olarak incelenecektir. Bu kapsamda, EH'nin enflasyon, reel GSYİH'daki büyüme, faiz oranları ve döviz kurları üzerindeki etkileri farklı ülkeleri içeren örneklem grupları dâhilinde analiz edilecektir.

Analizde, EH stratejisinin hedeflemeyi benimseyen ülkeler açısından herhangi bir fark yaratıp yaratmadığı, daha doğru bir ifadeyle makroekonomik performans açısından görece bir başarı sağlayıp sağlamadığı, literatürde sık kullanılan yöntemlerden birisi olan tanımlayıcı istatistiklerin (descriptive statistics) hesaplanması suretiyle yapılacaktır. Stratejinin fark yaratıp yaratmadığı, hedefleme yapmayan ülkelerin de analize dâhil edilerek bir karşılaştırma yapmak suretiyle mümkün olabilmektedir. Bu kapsamda, çalışmamızda Mishkin ve Hebbel tarafından 2007 yılında yapılan bir çalışma temel alınacaktır.

Mishkin ve Hebbel (2007), çalışmalarında karşılaştırmanın yapılabilmesi amacıyla *kontrol grubu* olarak ifade ettikleri ve EH uygulamayan 13 sanayileşmiş ülkeyi içeren bir örneklem grubu oluşturmuşlardır. Bu ülkeler: Avusturya, Belçika, Danimarka, Fransa, Almanya, Yunanistan, İrlanda, İtalya, Japonya, Lüksemburg, Hollanda, Portekiz ve A.B.D'dir. Yazarlar, bu ülkeleri makroekonomik yönetim ve performansın uluslararası sınırında yer alan ülkeler olarak tanımlamışlardır. Yazarlar bu kontrol grubunun seçilmesiyle, çalışmalarında ele aldıkları 21 enflasyon hedefleyicisi ülkenin geçmiş performans, şimdiki makroekonomik kurumlar ve gelir düzeyleri açısından daha heterojen bir ülke grubunu kapsadığı düşünüldüğünde, EH deneyimi altında daha iyi karşılaştırmalı performans bulgusu elde etme olasılığının azalacağını ifade etmişlerdir (Mishkin ve Hebbel, 2007: 4).

Tez çalışmamızda da aynı yaklaşım benimsenerek aynı 13 sanayileşmiş ülke kontrol grubu olarak ele alınmıştır. Buna ek olarak açıklanması gereken bir nokta da, hedefleme öncesi dönem ile hedefleme sonrası dönemin belirlenmesine ilişkindir. EH uygulayan ülkelerin hangi tarihte hedeflemeye geçtikleri belli olduğundan bu örneklem grubu açısından sorun yoktur. Diğer taraftan enflasyon hedefleyicisi ülkelerin makroekonomik performanslarında hedefleme sonrası dönemde yaşanan gelişmelerin EH uygulaması olmayan ülkelerle karşılaştırılabilmesi için, bu ülkeler için de benzer bir dönem ayrımı yapılması gerekmektedir. Mishkin ve Hebbel (2007: 6), tarafından da ifade edildiği gibi bu dönem ayrımı keyfi olarak yapılmakla birlikte, literatürde bu hipotetik ayrım genellikle enflasyonu hedefleyen tüm ülkelerin hedeflemeyi

benimsedikleri tarihlerin ortalaması alınarak yapılmaktadır. Bu kapsamda çalışmamızda Ball ve Sheridan (2003) ve Mishkin ve Hebbel (2007) takip edilerek, hedefleme yapmayan ülkeler için hedefleme sonrası dönemin başlangıcı, incelediğimiz 26 enflasyon hedefleyici ülkenin hedeflemeye geçtikleri tarihlerin ortalaması alınarak belirlenmiştir.<sup>45</sup> Çalışmada üçer aylık veriler dâhilinde 1980:1 – 2007:2 dönemini incelemekteyiz. Buna göre hedefleme yapmayan ülkeler için orta nokta 1999:2 (1999 yılı 2. çeyrek) olarak belirlenmiştir. Yani, hedefleme yapmayan ülkeler için hedefleme öncesi dönem 1980:1 – 1999:1 ve hedefleme sonrası dönem ise 1999:2 – 2007:2 olmuştur. Ele alınan dönemin 1980'den başlatılmasının nedeni, özellikle gelişmiş ülke hedefleyicileri için hedefleme öncesi döneme ilişkin analizde yeterli gözlem sayısının oluşturulmasıdır. Zaten 1980 öncesi dönemde de yeterli ve tutarlı veri setine de ulaşmak pek mümkün değildir.

### **3.2.1 Enflasyon Hedeflemesinin Enflasyon Üzerindeki Etkileri**

Bu bölümde EH'nin enflasyon üzerindeki etkileri incelenecektir. Enflasyonu hedefleyen ve hedeflemeyen ülkelere yönelik karşılaştırmaya geçmeden önce EH uygulayan ülkelerde EH'ne geçiş sürecinde enflasyon oranlarının nasıl bir seyir izlediğine bakmak da yararlı olacaktır. Bu çerçevede tablo 3.2'de enflasyonu hedefleyen gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yönelik enflasyon oranları sunulmaktadır.

Enflasyon oranı TÜFE'deki yıllık yüzde değişim olarak alınmaktadır. Tablodan da görüldüğü üzere her hedefleyici ülke için hedeflemeye geçmesinden 12, 8 ve 4 çeyrek dönem önceki enflasyon oranları sunulmaktadır. Buna göre, hedeflemeden 3 yıl önce gelişmiş ülke hedefleyicilerinde enflasyon ortalama % 6,3 iken, gelişmekte olan ülke hedefleyicilerinde bu oran % 17,8 olarak gerçekleşmiştir. Aynı şekilde

---

<sup>45</sup> Burada hedefleme yapan ülke olarak 26 ülkeyi incelemekteyiz. Daha önceden enflasyonu hedefleyen 24 ülkeden bahsetmiştik. Diğer taraftan burada yaptığımız analizde, önceki 24 ülkeye ek olarak Finlandiya ve İsviçre'yi de eklemiş bulunmaktayız. Zira daha önceden de açıkladığımız gibi Finlandiya, EH stratejisini Şubat 1993'ten Haziran 1998'e kadar uygulamıştır. İsviçre ise resmi olarak enflasyon hedeflemesi uyguladığını açıklamamıştır. Ancak, parasal hedeflerin kullanılmaması, açık rakamsal bir enflasyon hedefi ilan etmesi ve enflasyon tahminlerini yayınlaması gibi nedenlerle genellikle EH ülkesi olarak nitelendirilmektedir.

hedeflemeden 2 ve 1 yıl önceki dönemlerde de gelişmekte olan ülke hedefleyicilerinin gelişmiş ülke hedefleyicilerinden ortalama olarak çok daha yüksek bir enflasyona sahip oldukları görülmektedir. Diğer taraftan gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde birtakım istisnalar olmakla birlikte çoğu ülkenin enflasyon hedeflemesine geçiş sürecinde enflasyon oranlarını ciddi biçimde düşürdükleri görülmektedir. Tabloda kalın puntıyla işaretlenen değerler kesintisiz dezenflasyonist süreci yansıtmaktadır. Bu bağlamda, 7 ülkenin hedefleme tarihi dâhil 3 yıl boyunca, 4 ülkenin ise 2 yıl boyunca kesintisiz bir dezenflasyonist süreç gerçekleştirdikleri görülmektedir. Diğer ülkelerde ise bu süreç enflasyonda yükselme ve alçalmaların olduğu, yani dezenflasyonun devamlı olmadığı bir süreç olmuştur.

**Tablo 3.2 EH Uygulayan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesine Geçiş Sürecinde Enflasyon Oranları (TÜFE Yıllık % Değişim)<sup>1</sup>**

Hedefleme Tarihinden Önceki Enflasyon					
<i>Gelişmiş Ülkeler</i>	Hedeflemeye Geçiş Tarihi	12 Çeyrek Önceki	8 Çeyrek Önceki	4 Çeyrek Önceki	Hedefleme Tarihindeki Oran
Avustralya	Nis.93	8,6	4,9	1,7	1,2
İsviçre	Oca.00	0,8	0,3	-0,07	1,4
İsveç	Oca.93	6,5	11,2	7,9	1,9
Finlandiya	Şub.93	7,0	5,3	3,5	2,6
Norveç	Mar.01	2,2	2,3	2,7	3,1
İngiltere	Eki.92	7,7	10,4	4,8	3,6
İzlanda	Mar.01	1,7	1,2	5,3	4,3
Kanada	Şub.91	4,2	4,1	5,2	4,9
Yeni Zelanda	Mar.90	18,2	9,6	4,9	7,2
<b>Ortalama</b>		<b>6,3</b>	<b>5,5</b>	<b>4,0</b>	<b>3,3</b>
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>					
Şili	Oca.91	22,2	11,5	21,3	29,0
İsrail	Oca.92	17,0	20,4	18,1	18,6
Peru	Oca.94	8408,9	169,0	56,8	41,5
Kore	Oca.98	5,8	4,5	5,1	5,0
Çek Cum.	Oca.98	10,1	8,0	8,6	10,1
Polonya	Eki.98	26,1	20,2	14,5	11,1
Meksika	Oca.99	48,7	28,1	17,2	17,6
Brezilya	Haz.99	21,5	9,1	4,6	2,3
Kolombiya	Eyl.99	21,4	19,1	18,6	20,7
Güney Afrika	Şub.00	9,1	6,9	9,1	1,9
Tayland	Nis.00	4,4	9,0	2,6	0,9
Macaristan	Haz.01	17,1	9,5	9,8	10,3
Filipinler	Oca.02	10,5	4,5	1,4	5,2
Endonezya	Tem.05	12,6	7,0	6,7	7,7
Romanya	Ağu.05	24,3	14,8	12,3	9,8
Slovak Cum.	Ara.05	2,51	9,1	7,4	2,1
Türkiye	Oca.06	31,5	19,4	9,4	7,7
<b>Ortalama<sup>2</sup></b>		<b>17,8</b>	<b>12,6</b>	<b>13,1</b>	<b>11,9</b>

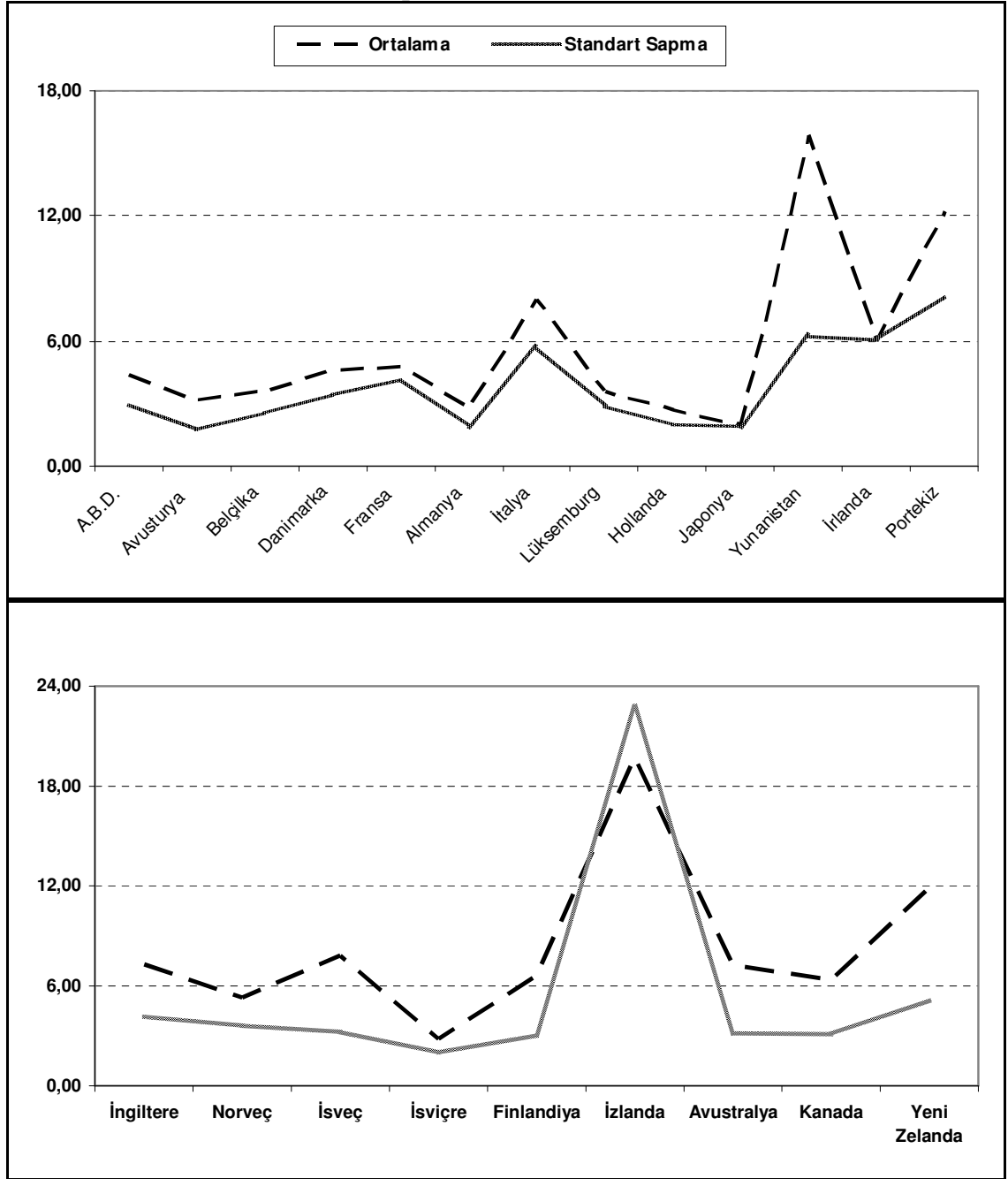
**Kaynak:** IFS Veritabanı. <http://www.imfstatistics.org/imf/logon.aspx> (Üç aylık veriler, TÜFE yıllık % değişim). <sup>1</sup> Tablodaki kalın puntıyla işaretlenen değerler kesintisiz dezenflasyonist süreci ifade etmektedir. <sup>2</sup> Gelişmekte olan ülkelere ilişkin; 12 ve 8 çeyrek öncesi dönemde Peru görelisi olarak daha ekstrem bir değere sahip olduğundan bu döneme ilişkin ortalama hesaplarında hariç tutulmuştur.

Tablo 3.3’de ise, enflasyonun düzeyi ve oynaklığına (volatility) ilişkin tanımlayıcı istatistikler ve enflasyon ataleti, hedefleme yapan ve yapmayan ülkeler açısından incelenmiştir. Bu kapsamda, her ülkenin enflasyon oranının, hedefleme öncesi ve sonrası dönem açısından ortalaması, standart sapması, değişim katsayısı ve enflasyonist ataleti hesaplanmıştır. Çalışmamızda volatilitenin göstergesi olarak değişim katsayısı (coefficient of variation) dikkate alınmıştır. Değişim katsayısı, standart sapmanın ortalamaya bölünmesiyle bulunmaktadır. Diğer taraftan literatürde bazı çalışmalarda standart sapmanın oynaklığın göstergesi olarak dikkate alındığı görülmektedir (Bkz. Cecchetti ve Erhmann, 1999, Pétursson, 2004, Neumann ve Hagen, 2002, Ball ve Sheridan, 2003, Mishkin ve Hebbel, 2007). Fakat, Brunetti (1998: 38) tarafından da vurgulandığı üzere makroekonomik serilerin aritmetik ortalaması ile standart sapmaları sıklıkla yüksek korelasyon içerisindedir. Bu kapsamda standart sapma, basit aritmetik ortalamasının etkilerini de yansıtabileceğinden, oynaklığın problemleri bir göstergesi olabilmektedir. Bu problemi düzeltmek için oynaklığın alternatif bir göstergesi olarak değişim katsayısı kullanılabilir. Gerçekten de ortalama ile standart sapma arasındaki yüksek korelasyon ilişkisi bizim ülke örneklerimizde de aşağıdaki grafiklerde net bir şekilde görülmektedir.

Grafik 3.1’de sadece enflasyonun ortalaması ve standart sapması arasındaki ilişki (hedefleme öncesi döneme ilişkin) örnek olarak verilmekle birlikte döviz kuru, faiz ve reel GSYİH büyüme gibi diğer değişkenlerde de aynı eğilim gözlenmiştir. Fakat burada grafiksel olarak sunulmamıştır.

Uygur (2003: 52-53), standart sapma ve değişim katsayısının dalgalanmanın ve istikrarsızlığın bir göstergesi olarak kullanıldığını, ancak değişim katsayısının istikrarsızlığın daha uygun bir göstergesi olarak kabul edildiğini belirtmektedir. Bu bağlamda çalışmamızda dalgalanmanın göstergesi olarak değişim katsayısı dikkate alınacaktır. Dalgalanma göstergesi olarak değişim katsayısının dikkate alındığı diğer bir çalışma için Fraga, Goldfajn ve Minella (2003)’e bakılabilir.

**Grafik 3.1 Ortalama – Standart Sapma İlişkisi**



**Ortalama Enflasyon:** Tablo 3.3'de görüldüğü gibi 6 farklı örneklem grubumuz vardır. Bunlar kırmızı renkle ve kalın punto ile işaretlenmiştir. Burada TKG; hedefleme yapmayan 13 sanayileşmiş ülkenin bütününü göstermek üzere *tüm kontrol grubunu*,

TSH; tüm sanayileşmiş hedefleyicileri, TGOH; tüm gelişmekte olan hedefleyicileri; TH ise tüm hedefleyicileri simgelemektedir. TGOH-2 ve TH-2 ise bu örneklem gruplarından Brezilya, Peru ve Polonya olmak üzere 3 ülkenin dışlandığı örneklemdir. Bilindiği üzere bu ülkeler ele aldığımız 1980 – 2007 döneminde belirli periyotlarda bir zaman için ciddi hiperenflasyon yaşamış ülkelerdir. Örneğin Peru 1988 – 1991 döneminde % 10000'lere, Brezilya 1989 – 1995 döneminde % 6000'lere ve Polonya ise nispeten daha kısa bir süre olmak üzere 1990 yılında % 1000'lere varan yıllık ortalama enflasyon oranları yaşamışlardır. Dolayısıyla örneklem grupları arasında, gerçekçi bir kıyaslamanın yapılabilmesi için bu ülkelerin dışlandığı bir örneklem grubunun da istatistiklerinin hesaplanması gerekir. Bu bağlamda TGOH ve TH'den ziyade TGOH-2 ve TH-2 diğer örneklem gruplarıyla kıyaslarken dikkate alacağımız temel gruplar olacaktır.<sup>46</sup>

Tablo 3.3'den de görüldüğü üzere, ortalama enflasyon açısından aynı grupta bulunan ülkeler arasında bile ciddi farklılıklar vardır. Örneğin, TKG'de yer alan Japonya tek haneli enflasyona sahip iken Yunanistan ve Portekiz iki haneli enflasyona sahiptir. Diğer taraftan tabloda yer alan istisnasız tüm ülkeler hedefleme sonrası dönemde hedefleme öncesi döneme göre ortalama olarak daha düşük bir enflasyona sahiptir.

---

<sup>46</sup> Analizlerde her ülke için *ortalama, standart sapma ve değişim katsayısı* değerlerini ayrı ayrı hesaplamakla birlikte, bu istatistikler ayrıca ülkelerin oluşturdukları örneklem grupları için de hesaplanmıştır. Burada örneklem grupları için hesaplanan bu değerler, her grupta yer alan ülkelerin tek tek toplanıp çıkan değerler grupta yer alan ülke sayısına bölünmesiyle değil, grubun bütünü ele alınarak (yani örneklem grubu olarak) elde edilmiş değerlerdir.

**Tablo 3.3 Enflasyonun Düzeyine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler, Enflasyon Değişkenliği ve Enflasyon Ataleti: Hedefleme Yapan ve Yapmayan Ülkelere Yönelik Bir Karşılaştırma**

	Hedefleme Öncesi Dönem <sup>1</sup>				Hedefleme Sonrası Dönem <sup>1</sup>				Hedefleme Öncesi Dönem				Hedefleme Sonrası Dönem				
	A	B	C = B / A	D	A	B	C = B / A	D	A	B	C = B / A	D	A	B	C = B / A	D	
A.B.D.	4.36	2.94	0.67	0.90	2.72	0.76	0.28	0.80	G. Afrika	12.26	3.81	0.31	0.98	5.18	2.93	0.57	0.84
Avusturya	3.22	1.75	0.54	0.93	1.86	0.68	0.37	0.89	Şili	21.88	8.04	0.37	0.80	6.88	5.65	0.82	0.92
Belçika	3.62	2.51	0.69	0.98	2.01	0.63	0.32	0.76	Kolombiya	23.64	4.18	0.18	0.90	7.63	3.35	0.44	0.78
Danimarka	4.59	3.39	0.74	0.94	2.12	0.59	0.28	0.85	Meksika	46.66	39.63	0.85	0.95	6.64	4.19	0.63	0.86
Fransa	4.80	4.18	0.87	0.97	1.69	0.51	0.30	0.76	Peru	929.52	2019.92	2.17	0.80	6.08	6.59	1.08	0.81
Almanya	2.81	1.88	0.67	0.97	1.53	0.49	0.32	0.84	İsrail	112.96	121.70	1.08	0.96	5.66	4.96	0.88	0.91
İtalya	7.99	5.69	0.71	0.97	2.29	0.40	0.17	0.94	Endonezya	11.33	12.03	1.06	0.88	11.49	5.24	0.46	0.54
Lüksemburg	3.56	2.83	0.79	0.97	2.35	0.56	0.24	0.86	Kore	7.41	6.89	0.93	0.91	3.23	1.83	0.57	0.70
Hollanda	2.74	1.96	0.72	0.96	2.32	1.11	0.48	0.89	Filipinler	11.42	10.85	0.95	0.91	5.04	2.09	0.41	0.94
Japonya	1.96	1.94	0.99	0.90	-0.36	0.45	-1.24	0.82	Tayland	5.36	4.40	0.82	0.89	2.55	1.61	0.63	0.87
Yunanistan	15.82	6.24	0.39	0.89	3.20	0.50	0.16	0.93	Çek. Cum.	9.15	1.15	0.13	0.46	3.33	3.02	0.91	0.77
İrlanda	6.00	6.03	1.01	0.95	3.75	1.43	0.38	0.92	Slovak Cum.	7.95	3.56	0.45	0.83	3.81	0.92	0.24	0.79
Portekiz	12.19	8.13	0.67	0.94	2.98	0.81	0.27	0.90	Macaristan	15.26	8.75	0.57	0.97	5.60	2.11	0.38	0.75
<b>TKG</b>	<b>5.28</b>	<b>3.65</b>	<b>0.69</b>	<b>0.90</b>	<b>2.19</b>	<b>0.41</b>	<b>0.19</b>	<b>0.77</b>	Polonya	83.75	199.24	2.38	0.85	4.08	3.29	0.81	0.91
İngiltere	7.28	4.15	0.57	0.88	2.66	0.82	0.31	0.86	Romanya	91.27	88.61	0.97	0.94	6.42	2.13	0.33	0.98
Norveç	5.29	3.60	0.68	0.98	1.76	1.19	0.68	0.51	Brezilya	715.31	1183.85	1.66	0.85	7.35	3.35	0.46	0.85
İsveç	7.82	3.23	0.41	0.95	1.47	1.31	0.89	0.83	Türkiye	57.43	28.04	0.49	0.92	9.70	0.93	0.10	0.02
İsviçre	2.81	2.00	0.71	0.95	0.93	0.45	0.49	0.62	<b>TGOH</b>	<b>99.50</b>	<b>167.71</b>	<b>1.69</b>	<b>0.92</b>	<b>8.40</b>	<b>5.20</b>	<b>0.62</b>	<b>0.90</b>
Finlandiya	6.62	3.03	0.46	0.99	1.25	0.72	0.58	0.66	TH	<b>69.41</b>	<b>108.51</b>	<b>1.56</b>	<b>0.92</b>	<b>4.83</b>	<b>1.87</b>	<b>0.39</b>	<b>0.81</b>
İzlanda	19.72	22.78	1.16	0.91	4.64	2.24	0.48	0.82	TGOH-2	<b>27.58</b>	<b>11.78</b>	<b>0.43</b>	<b>0.95</b>	<b>8.11</b>	<b>4.96</b>	<b>0.61</b>	<b>0.90</b>
Avustralya	7.25	3.15	0.43	0.97	2.64	1.47	0.56	0.85	TH-2	<b>20.75</b>	<b>7.10</b>	<b>0.34</b>	<b>0.93</b>	<b>4.14</b>	<b>1.88</b>	<b>0.45</b>	<b>0.83</b>
Kanada	6.36	3.10	0.49	0.97	2.10	1.24	0.59	0.73									
Yeni Zelanda	11.89	5.12	0.43	0.88	2.33	1.46	0.63	0.82									
<b>TSH</b>	<b>6.71</b>	<b>4.94</b>	<b>0.74</b>	<b>0.94</b>	<b>3.40</b>	<b>1.28</b>	<b>0.37</b>	<b>0.81</b>									

International Financial Statistics) den alınan veriler ile hesaplanmıştır. (<http://ifs.apdi.net>).  
 oranı, tüketici fiyatları endeksi olarak çevreklik veriler itibarıyla yıllık % değişimi yansıtır. A: Ortalama, B: Standart Sapma, C: Değişim katsayısı, D: Atalet Katsayısı (Süreklilik – Persistence kavramının karşılığı olarak). <sup>1</sup> Hedefleme yapmayan ülkeler için hedefleme öncesi dönem (TKG); 1980Q1 – 1999Q1, hedefleme sonrası dönem (TKG); 1999Q2 – 2007Q2.

Ayrıca, hedefleme sonrası dönemde tüm gruplarda ülkeler arası farklılaşma ciddi ölçüde azalmıştır. Buna ek olarak, tabloda, gelişmiş ve gelişmekte olan hedefleyiciler dâhil enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin hedefleme öncesi dönemde hedefleme yapmayanlara göre daha yüksek bir ortalama enflasyona sahip oldukları görülmektedir. Örneğin bu oran TKG’da % 5,28 iken TSH, TGOH-2 ve TH-2’de sırasıyla % 6,71, % 27,58 ve % 20,75 olarak gerçekleşmiştir. Sonuç olarak, tabloda ortalama enflasyon açısından hedefleme öncesi ve sonrası dönemi karşılaştıracak olursak, tüm ülkelerde ve örneklem gruplarında enflasyonun ortalama olarak düştüğü ve bu bağlamda EH rejiminin özellikle benimsenmesinin enflasyonun ortalama olarak düşürülmesi bakımından hedefleme yapan ülkelerde yapmayan ülkelere göre herhangi bir fark yaratmadığı görülmektedir. Aksine, hedefleme yapmayan ülkelerde ortalama enflasyonunun daha düşük bir seviyeye gerilediği de görülmektedir (% 2,19).

***Enflasyon Oynaklığı (Değişkenliği):*** Enflasyondaki oynaklığı ise değişim katsayısını kullanarak yorumlayabiliriz. Tablo 3.3’den de görüldüğü üzere kontrol grubunda yer alan tüm ülkelerde enflasyonun değişim katsayısı hedefleme sonrası dönemde hedefleme öncesi döneme göre düşmüştür. Zaten bu gruptaki ülkelerin tümü dikkate alındığında da bu oranın 0.69’dan 0.19’a gerilediği görülmektedir.

TSH grubunda ise sadece 3 ülkede (İngiltere, İsviçre ve İzlanda) değişim katsayısının gerilediği görülmekle birlikte, gelişmiş ülke hedefleyicilerini bütün olarak değerlendirdiğimizde, TSH’de değişim katsayısının hedefleme öncesi dönemde 0.74 iken hedefleme sonrasında 0.54’e düştüğü görülmüştür. TGOH grubunda bu oran 1.69’dan 0.62’ye, TH’de ise 1.56’dan 0.39’a düşmüştür. Diğer taraftan gelişmekte olan ülke hedefleyicilerinden hiperenflasyonlu ülkeler çıkarıldığında yani TGOH-2’de, enflasyondaki değişim katsayısının 0.43’den 0.61’e, TH-2’de ise 0.34’ten 0.45’e çıkarak enflasyondaki görece oynaklığın arttığı tespit edilmiştir. Özetlemek gerekirse, EH rejiminin benimsenmesi, enflasyonda görece oynaklığın düşürülmesi bakımından yalnızca sanayileşmiş hedefleyiciler açısından olumlu bir etki yapmıştır. Bununla birlikte, hedefleme yapmayan ülkelerde de hedefleme öncesi döneme göre oynaklık azaldığı için EH rejiminin özel bir olumlu etkisinin olmadığı, aksine hiperenflasyonlu

ülkeler hariç tutulup gelişmekte olan ülke hedefleyicileri ve de genel olarak tüm hedefleyiciler düşünüldüğünde enflasyondaki oynaklığın arttığı gözlemlenmiştir.

**Enflasyon Ataleti:** Tablo 3.3’de enflasyon ataletini gösteren katsayılar D sütunlarında gösterilmektedir. Burada enflasyon ataleti:

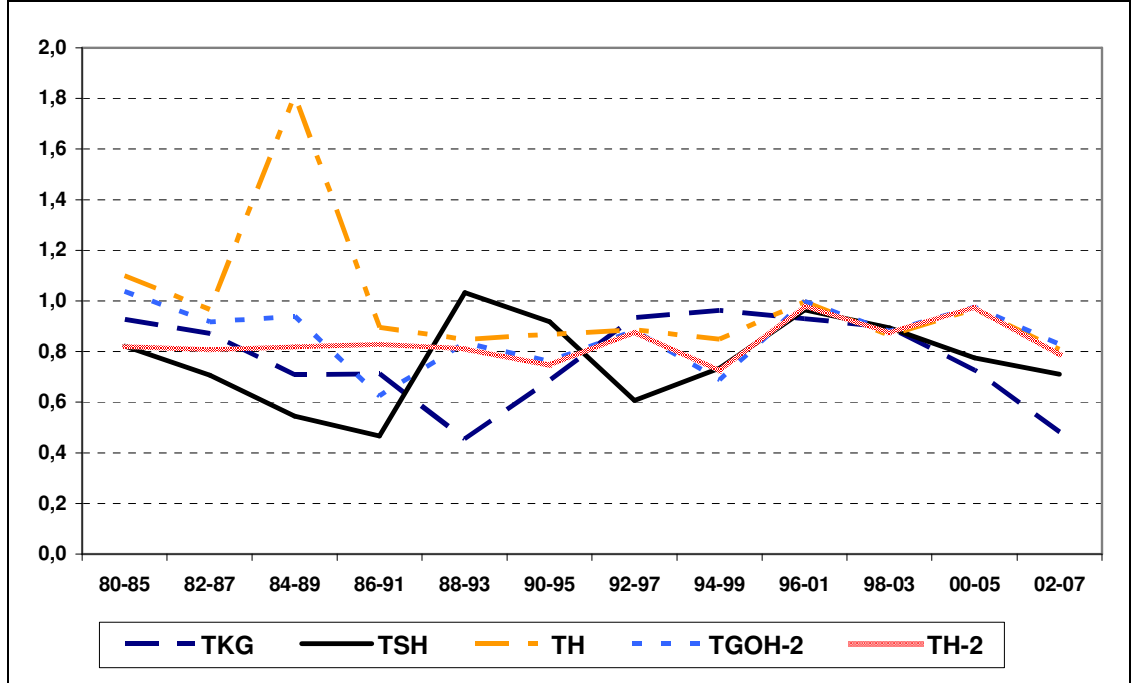
$$\pi_t = \alpha + \rho\pi_{t-1} + \varepsilon_t$$

denklemindeki bağımlı değişken enflasyonun ( $\pi_t$ ) bir dönem gecikmeli değerini ifade eden değişkeninin ( $\pi_{t-1}$ ) önündeki otoregresif katsayı ( $\rho$ ) ile ölçülmektedir. Yani birinci dereceden otoregresif bir süreci ifade eden AR(1) katsayısı bize enflasyon atalet katsayısını vermektedir (Bkz. Siklos, 1999: 51, Bordo ve Filardo, 2005: 824 ve Mishkin ve Hebbel, 2007: 30). ‘Persistence’ kavramının karşılığı olarak kullandığımız *atalet* enflasyonun önemli bir istatistiksel özelliği olarak karşımıza çıkmaktadır. Enflasyonun şu anki değeri geçmiş değerlerinden kuvvetli bir şekilde etkilenmekteyse enflasyonda ataletten bahsedilir. Otoregresif katsayının 1’den küçük fakat 1’e yakın olması sürecin durağan olduğunu fakat yüksek düzeyde bir süreklilik-atalet içerdiğini ifade etmektedir (Siklos, 1999: 51).

Tablo 3.3’den de görüldüğü gibi sanayileşmiş hedefleyiciler grubunda bütün ülkelerde enflasyon ataleti hedefleme sonrası dönemde öncesi döneme göre azalmıştır. TSH’de enflasyon ataleti 0.94’ten 0.81’e düşmüştür. Hiperenflasyonlu ülkelerin hariç tutulduğu TGOH-2 grubunda da enflasyon ataletinin 0.95’den 0.90’a düştüğü tespit edilmiştir. Enflasyon hedefleyicileri bir bütün olarak düşünüldüğünde de katsayının 0.93’ten 0.83’e gerilediği görülmektedir. Hedefleme öncesi dönem ele alındığında gelişmiş ülke hedefleyicileri ile gelişmekte olan ülke hedefleyicileri arasında katsayı açısından pek bir fark yok iken, hedefleme sonrası dönemde enflasyon ataletindeki düşüşün gelişmiş hedefleyicilerde daha büyük miktarda ve gelişmekte olan hedefleyicilerde ise bu düşüşün daha sınırlı olduğu görülmektedir. Hedefleme yapmayan kontrol grubunda da enflasyon ataletinin Yunanistan hariç tüm ülkelerde düştüğü ve tüm bir örneklem grubu olarak TKG’de bu katsayının 0.90’dan 0.77’ye düştüğü görülmektedir. Dolayısıyla bu bulgular bize, EH stratejisinin ortalama enflasyon ve enflasyon oynaklığında olduğu gibi enflasyonist atalet açısından da

hedefleme yapanlar ve yapmayanlar açısından herhangi bir fark yaratmadığını ortaya koymaktadır.

**Grafik 3.2 5 Yıllık Periyot Aralıkları Dahilinde Enflasyonist Atalet: 1980:1 – 2007:2 Dönemi**

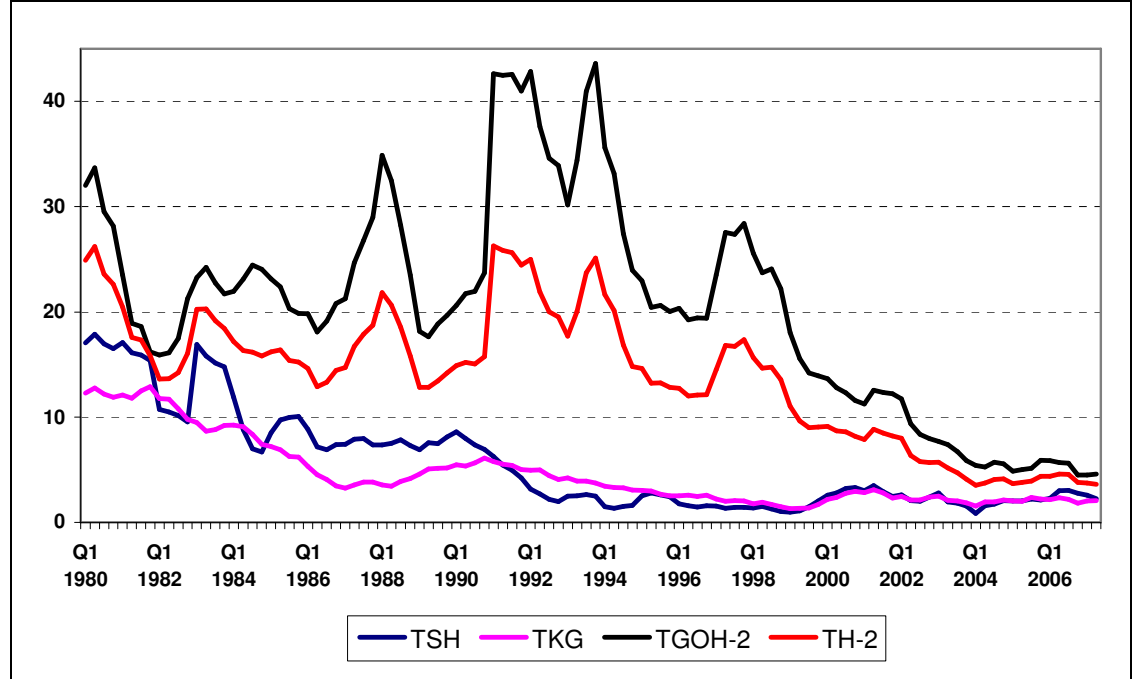


**Kaynak:** Yazarın kendi hesaplamaları.

Grafik 3.2’de,  $\rho$  katsayısının 5 yıllık periyot aralıkları dahilinde 1980:1 döneminden 2007:2 dönemine kadar olan nokta tahminleri, tüm örneklem grupları için sunulmaktadır. Grafik bize yukarıdaki bulgularımızı da teyit eder niteliktedir. Grafikten de açıkça görüldüğü gibi enflasyonist atalet tüm örneklem gruplarında dönemsel dalgalanmalar göstermektedir. EH rejimine 1990’lı yıllar ile birlikte geçildiği düşünülürse, özellikle 1996 yılı sonrasında tüm örneklem gruplarında enflasyonist ataletin düşüş trendine girdiği görülmektedir. Diğer taraftan 2000-2005 döneminde sanayileşmiş hedefleyicilerde düşüş olmasına rağmen tüm hedefleyicilerde enflasyonist atalette bir yükselişin olduğu, bunun da TGOH-2’deki yükselmeden kaynaklandığı görülmektedir. Sonuç olarak, daha önceden de ifade ettiğimiz gibi EH stratejisinin hedefleme yapanlar ve yapmayanlar arasında herhangi bir fark yaratmadığı burada da açıkça görülmektedir. Aksine, hedefleme yapmayan ülkelerde enflasyonist atalette daha

büyük bir düşüşün olduğu görülmektedir. Tablodaki, 0.77'lik değer de bunu teyit etmektedir.

**Grafik 3.3 Enflasyonu Hedefleyen ve Hedeflemeyen Ülkeler: Yıllık Ortalama Enflasyon (1980:1 – 2007:2 Dönemi)**



Kaynak: IFS.

Grafik 3.3’de de enflasyonu hedefleyen ve hedefleme yapmayan ülkelerin yıllık ortalama enflasyon oranları, incelediğimiz tüm örneklem dönemi boyunca (1980 – 2007) görülmektedir. Aslında yukarıda yaptığımız analizlerin hepsi bu grafikte de açıkça görülmektedir. Sanayileşmiş enflasyon hedefleyicilerinin 1991 öncesi dönemde TKG’den daha yüksek bir yıllık ortalama enflasyona sahip olduğu grafikten görülmektedir. Bununla birlikte sanayileşmiş ülkelerin çoğunlukla 1990’lı yılların başında hedeflemeye geçtikleri de düşünüldüğünde enflasyondaki düşüş trendi daha net bir şekilde ortaya çıkmış ve hatta 1991:2 – 1999:3 dönemi boyunca TSH, TKG’den daha düşük bir yıllık ortalama enflasyon süreci yaşamıştır. Daha sonraki süreçte ise iki grup birbirine iyice yakınsamış ve 2007:2 dönemine kadar bu süreç böyle devam etmiştir. Grafikten ayrıca, enflasyon oynaklığı bölümünde değindiğimiz gibi TSH’deki dalgalanmanın TKG’den da daha yüksek olduğu görülmektedir. Enflasyonu hedefleyen

tüm ülkeler grubunda (TH-2) ise hem ortalama enflasyon düzeyinin hem de dalgalanmanın çok daha yüksek olduğu da görülmektedir. Ayrıca, TH-2'deki ortalama enflasyon düzeyi ve oynaklığın yüksek seyretmesinin nedeninin neredeyse tamamen TGOH-2'deki seyirden kaynaklandığı da açıkça ortadadır.

### **3.2.2 Enflasyon Hedeflemesinin Büyüme Üzerindeki Etkileri**

Bu bölümde de EH'nin büyüme üzerindeki etkileri aynı yöntemler kullanılarak analiz edilmiştir. Reel GSYİH büyüme verilerimiz, tüm ülkelerimiz için yeterli çeyreklik veri bulunmadığından yıllık olarak alınmıştır. Tablo 3.4'den de açıkça görüldüğü üzere, enflasyonu hedefleyen ülkelerde hedefleme sonrası dönemde Reel GSYİH'daki ortalama büyüme oranı hedefleme öncesi döneme göre artmıştır. Gelişmiş ülke hedefleyicilerinde bu oran % 2,34'ten %2,85'e çıkarak daha sınırlı olurken, gelişmekte olan ülke hedefleyicilerinde bu oran % 3,38'ten % 5,09'a çıkmıştır. Enflasyonu hedefleyen tüm ülkelerde de ortalama büyüme % 3,23'ten % 3,46'ya çıkmıştır. Hedefleme yapmayan ülkelere ise ortalama büyüme % 2,68'den % 2,41'e düşmüştür. Bu bağlamda, ortalama büyüme açısından EH rejiminin hedefleme yapan ülkelere olumlu katkısının olduğu görülmektedir.

Büyümedeki oynaklığa bakacak olursak, gelişmiş EH ülkelerinde hedefleme öncesi dönemde değişim katsayısının 0.598 iken, hedefleme sonrası dönemde 0.601 olduğu görülmektedir. Bu bağlamda oynaklığın gelişmiş EH ülkelerinde görece olarak stabil kaldığı söylenebilir. Gelişmekte olan EH ülkelerinde değişim katsayısı 0.58'den 0.51'e düşerek oynaklık EH rejiminde iken düşmüştür. Enflasyon hedefleyen tüm ülkeler dikkate alındığında da değişim katsayısının 0.57'den 0.45'e düştüğü tespit edilmiştir. Bununla birlikte, hedefleme yapmayan ülkelere değişim katsayısının 0.43'ten 0.46'ya yükseldiği ve oynaklığın arttığı belirlenmiştir. Özetle, EH rejiminin benimsenmesinin Reel GSYİH'daki büyüme açısından hedefleme yapan ülkelere yönelik olumlu bir katkısının olduğu ve bu anlamda hedefleme yapan ülkeler açısından fark yarattığı görülmektedir.

**Tablo 3.4 Reel GSYİH Büyüme Oranına İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler, Reel GSYİH Büyümedeki Oynaklık ve Atalet: Hedefleme Yapan ve Yapmayan Ülkelere Yönelik Bir Karşılaştırma**

Örneklem Grubu ve İstatistikler	Hedefleme Öncesi Dönem <sup>1</sup>	Hedefleme Sonrası Dönem <sup>1</sup>
<b>Hedefleme Yapmayan Ülkeler</b>		
• Ortalama	2.68	2.41
• Standart Sapma	1.16	1.11
• Değişim Katsayısı	0.43	0.46
• Atalet (süreklilik)	2.85	0.34
<b>Tüm EH Ülkeleri</b>		
• Ortalama	3.23	3.46
• Standart Sapma	1.84	1.56
• Değişim Katsayısı	0.57	0.45
• Atalet (süreklilik)	0.54	0.21
<b>Gelişmiş EH Ülkeleri</b>		
• Ortalama	2.34	2.85
• Standart Sapma	1.40	1.71
• Değişim Katsayısı	0.598	0.601
• Atalet (süreklilik)	0.57	0.66
<b>Gelişmekte Olan EH Ülkeleri</b>		
• Ortalama	3.38	5.09
• Standart Sapma	1.97	2.60
• Değişim Katsayısı	0.58	0.51
• Atalet (süreklilik)	0.45	0.52

**Kaynak:** World Bank World Development Indicators'tan alınan veriler ile hesaplanmıştır. Büyüme oranları yıllık olup, Reel GSYİH'daki yıllık % değişimi yansıtmaktadır. <sup>1</sup> Hedefleme yapmayan ülkeler için hedefleme öncesi dönem 1980–1999, hedefleme sonrası dönem ise 2000–2007 dönemi olarak alınmıştır.

### 3.2.3 Enflasyon Hedeflemesinin Faiz Oranları Üzerindeki Etkileri

Bu bölümde EH'nin faiz oranları üzerindeki etkileri incelenmiştir. Aslında burada, EH merkez bankalarının politika araçlarını hedefleme yapmayanlardan farklı bir şekilde uygulamaya koyup koymadıkları incelenmektedir. Ball ve Sheridan (2003: 13) prensipte bunun, kısa vadeli faiz oranları için Taylor kuralı olarak ifade edilen reaksiyon fonksiyonları ile tahmin edilebileceğini, fakat uygulamada eldeki kısa örneklemeler nedeniyle bundan anlamlı sonuçlar elde etmenin zor olduğunu belirtmiştir.



Ball ve Sheridan (2003: 13), faiz oranlarındaki değişkenliğin para politikasının müdahaleciliğini yansıtabileceğini belirtmiştir. Yazarlar bu çerçevede çalışmalarında, politika davranışının daha ham bir ölçümü olarak ifade ettikleri, kısa vadeli faiz oranlarının standart sapmalarını incelemiştirlerdir. Yazarlara göre, politika kurallarındaki farklılıklar bu istatistiği etkilemelidir. Örnek olarak, eğer enflasyon hedefleyicileri enflasyon hareketlerine daha güçlü bir tepki verirlerse, kısa vadeli faiz oranları daha oynak olacaktır.

Ball ve Sheridan (2003)'de olduğu gibi bizim çalışmamızda da, üçer aylık veriler itibariyle kısa vadeli faiz oranları olarak IFS (International Financial Statistics) veritabanından (Line 60b) interbank faiz oranları alınmıştır. Bu kapsamda kısa vadeli faiz oranlarındaki oynaklık analiz edilmiştir. Farklı örneklem gruplarımız için hedefleme öncesi ve sonrası döneme ilişkin ortalama faiz oranları ve değişim katsayıları tablo 3.5'de sunulmaktadır.

Tablo 3.5'den de görüldüğü üzere, hedefleme yapan ve yapmayan bütün ülkelerde, daha önceden de gösterdiğimiz gibi iyi bir enflasyon performansı nedeniyle hedefleme sonrası dönemde, ortalama faiz oranları hedefleme öncesi döneme göre ciddi olarak düşmüştür (ayrıca bkz. ek-2 grafik 6.1). Bu oran, TKG'da % 9,24'ten % 2,89'a, TSH'de % 9,55'ten % 5,99'a, TGOH'de % 22,63'ten % 9,06'ya ve TH'de % 18,48'den % 7,14'e düşmüştür. Bununla birlikte, faiz oranlarındaki oynaklığa bakacak olursak, değişim katsayılarının hedefleme yapan ülkelerde hedefleme sonrası dönemde arttığı, hedefleme yapmayan ülkelerde ise sadece 0.312'den 0.308'e gerilediği ve bu anlamda görece olarak stabil kaldığı görülmektedir. Enflasyonu hedefleyen ülkelerin büyük çoğunluğunda temel operasyonel araç olarak kısa vadeli faiz oranlarının kullanıldığı dikkate alınırsa, bu sonuçlar şaşkırtıcı değildir. Zira enflasyondaki değişikliklere tepki olarak kısa vadeli faizler yükseltmek ya da düşürülmek suretiyle yeniden ayarlanmaktadır. Bu çerçevede, değişim katsayısı bazında hedefleme sonrası dönemde faiz oranlarının değişkenliğinde meydana gelen bu artış, enflasyonu hedefleyen ülkeler tarafından bu temel politika aracının sıklıkla kullanıldığını işaret etmektedir. Yukarıda bahsettiğimiz ve Ball ve Sheridan (2003) tarafından 'politika kurallarındaki

farklılıkların enflasyonun oynaklığına ilişkin istatistiği yansıtması gerektiği' vurgusu bu sonuçlarda kendisini açıkça göstermektedir.

Bu sonuçlarla birlikte, beklenenin aksine, faiz oranlarındaki oynaklığın en fazla olduğu grubun, sanayileşmiş enflasyon hedefleyicileri olduğu da tablodan görülmektedir. Gelişmekte olan ülke hedefleyicilerinde gerek hedefleme öncesinde gerekse hedefleme sonrasında faiz oranlarındaki oynaklık daha düşüktür. Gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere göre daha düşük kredibiliteye sahip oldukları ve dışsal şoklara karşı daha açık oldukları düşünülürse bu sonuç şaşırtıcıdır.<sup>47</sup> Ayrıca, enflasyonu hedefleyen ülkelerde faizdeki hedefleme sonrası dönemdeki oynaklık hedefleme öncesine göre artmış olmakla birlikte, enflasyonu hedefleyen tüm ülkeler bütün olarak ele alındığında (yani TH), hedefleme sonrası dönemdeki değişim katsayısının 0.29 ile hedefleme yapmayan ülkelerin yani TKG'nun elde etmiş olduğu 0.308'lik değerden nispeten daha düşük olduğu da görülmektedir.

### 3.2.4 Enflasyon Hedeflemesinin Döviz Kuru Üzerindeki Etkileri

Daha önceden de belirttiğimiz gibi, EH stratejisinin benimsenmesi, rejimin işleyebilmesi için esnek bir döviz kuru rejimini gerektirmektedir. Bunun nedeni, sermayenin serbest olduğu bir dünyada bağımsız para politikasının sabit kur rejimi ile birlikte var olamamasıdır (*imkansız üçlü önermesi*). EH ile dalgalı kur arasındaki bu bağlantı literatürde EH rejiminin döviz kurlarında dalgalanmayı arttırdığı yönünde bir eleştiriyi de getirmiştir (Edwards, 2006: 14-15). EH rejimi, fiyat istikrarını merkez bankasının öncelikli hedefi konumuna getirdiği için EH '**benign neglect**' olarak tabir edilen '*kurların piyasaya bırakılması ve müdahale edilmemesi yaklaşımı*'nı

---

<sup>47</sup> Fraga, Goldfajn ve Minella (2003: 14 ve 26) tarafından yapılan analizde, gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarında daha yüksek bir oynaklık tespit edilmiştir. Yazarlar bunun olası açıklamalarından biri olarak, gelişmekte olan ülkelerdeki büyük şokların varlığını göstermişlerdir. Yazarlara göre, dışsal şoklar gelişmekte olan ülkelerde gelişmiş ülkelere göre çok daha önemli bir rol oynama eğilimindedir. Buna göre, gelişmekte olan ülkeler sermaye girişlerinde '*sudden stop*' olarak tabir edilen 'acil duruş'lara maruz kalmaktadırlar. Bu şoklar, döviz kurları ve dolayısıyla enflasyon oranını önemli ölçüde etkileyerek, enflasyonist baskıların giderilmesi için daha yüksek faiz oranlarına yol açmaktadır. Sonuçta, bu ülkelerde döviz kurundaki ve faizlerdeki oynaklık daha yüksek olma eğilimindedir. Yazarlar, bu sonuca ilişkin diğer olası bir sebep olarak, gelişmekte olan ülkelerdeki düşük kredibilite sorununu işaret etmişlerdir.

gerektirmektedir. Batini ve Laxthon (2006: 6)'ya göre eğer durum gerçekten böyleyse, bunun döviz kuru ve büyümedeki dalgalanma üzerinde negatif etkileri olabilir.

İkinci bölümde de değindiğimiz gibi, Mishkin (2000b: 107), EH'ne yöneltilen temel eleştirilerden birinin stratejinin nominal döviz kuru esnekliğini gerektirdiği için, yaşanacak döviz kuru dalgalanmalarının kaçınılmaz olduğunu belirtmektedir. Bu durumun özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından önem taşıdığına da değinen yazar, gelişmekte olan ülkelerde firmaların, hanhalklarının ve bankaların bilançolarının önemli ölçüde dolarize olduğunu ve uzun dönem borç yükünün büyük ölçüde dolara endeksli olduğunu belirtmektedir. Bu kapsamda, ulusal parada yaşanacak ani ve büyük değer kayıpları dolarizasyona endeksli borç yükünü artırabilecek ve iktisadi birimlerin bilançolarını ciddi ölçüde kötüleştirerek finansal kriz riskini artırabilecektir. Yazar tüm bunlarla birlikte bu durumun, EH rejiminde para politikasını uygularken gelişmekte olan ülkelerin kuru ihmal edebilecek durumda olmadıklarına işaret ettiğini vurgulamaktadır.<sup>48</sup>

Mishkin (2004: 23) çalışmasında da ulusal paradaki değer kaybının finansal sistem üzerindeki potansiyel yıkıcı etkisi ve bunun enflasyonda artışa yol açması olasılığı veri iken bu durumun gelişmekte olan ülke merkez bankalarının enflasyon hedeflemesini benimsemiş olsalar bile, '**benign neglect**' yaklaşımını takip etmemeleri için bir neden oluşturduğunu vurgulamaktadır. Yazar, bu ülkelerin, EH'nin temel gereksinimlerinden olan dalgalı döviz kuru rejimini takip etmekle birlikte, bu tür sorunları önlemek amacıyla gerektiğinde döviz kurlarındaki dalgalanmaları düzeltmek zorunda kalabileceklerini ifade etmektedir. Diğer taraftan bu durumun, EH rejimi altında bile para politikasının döviz kuru hareketlerini sınırlandırmaya oldukça fazla ağırlık vermesi gibi bir riski de içerdiği ve Calvo ve Reinhart (2000) tarafından dile getirilen '**dalgalanma korkusu (fear of floating)**' olasılığının EH uygulamakta olan gelişmekte olan ülkeler için gerçeğe dönüşeceği de çalışmada yer alan diğer bir ifadedir.

---

<sup>48</sup> Yazar gelişmekte olan ülkelerin kuru ihmal etmemekle birlikte, bu ülkelerin net bir şekilde kura atfettikleri rolün enflasyon hedefinden sonra gelmesi gerektiğini de belirtmektedir.

Özetle, Özcan (2006: 67) tarafından da belirtildiği gibi, bu iki çalışmada da söz konusu risklerin, EH politikasına bağlı olarak uygulanacak dalgalı döviz kuru rejiminin döviz kuru oynaklığını artırabilecek varsayımıyla olaşabileceği mantığı yer almaktadır. Bu bağlamda, burada asıl önem teşkil eden konu, gelişmekte olan ülkelerde EH sonrasında döviz kuru oynaklığının artıp artmadığının tespit edilmesidir.

Çalışmamızda kurlardaki oynaklığı tespit etmek amacıyla, hem reel efektif döviz kurları hem de nominal döviz kurları kullanılmıştır. Verilerimiz üçer aylık olup, OECD ve IFS veritabanlarından temin edilmiştir. Bulgular aşağıdaki tablo 3.6 - 3.7'de sunulmaktadır. Reel efektif döviz kuruna ilişkin sonuçların sunulduğu tablo 3.6'da görüldüğü üzere, literatürde ileri sürülenin aksine hedefleme yapan gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde oynaklık hedefleme öncesi döneme göre düşmüştür. Hedefleme yapmayan ülkelerde ise yani kontrol grubumuzda ise oynaklık görece olarak artmıştır. Hedefleme yapmayan ülkeler grubunda; reel efektif döviz kurundaki oynaklık Fransa ve Lüksemburg'da sabit kalmış, Hollanda ve İrlanda'da artmış ve geri kalan ülkelerde ise düşmüştür. TKG örnekleme bütününde ise oynaklık az da olsa artmış gözükmektedir: Değişim katsayısı 0.024'ten 0.027'ye çıkmıştır. Enflasyonu hedefleyen gelişmiş ülkeler grubunda; reel efektif döviz kurundaki oynaklık hedefleme öncesi döneme göre İngiltere'de sabit kalmış, Kanada, İzlanda ve Yeni Zelanda'da artmış ve geri kalan ülkelerde ise düşmüştür. TSH örnekleme bütünü olarak değerlendirildiğinde değişim katsayısı 0.10'dan 0.069'a gerilemiş ve oynaklık düşmüştür. Enflasyonu hedefleyen gelişmekte olan ülkelerde ise oynaklık Kore ve İsrail'de artarken geri kalan ülkelerde düşmüştür. TGOH örnekleminde değişim katsayısı 0.15'ten 0.075'e düşmüştür. Ayrıca, enflasyonu hedefleyen gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler bir bütün örneklem grubu olarak ele alındığında da değişim katsayısının 0.09'dan 0.06'ya düşerek oynaklığın azaldığı görülmektedir.

Tablo 3.6'da dikkat çeken bir başka bulgu da, hedefleme yapmayan ülkelerde oynaklık az da olsa artmış olmasına rağmen, bu örneklem grubunda oynaklığın hem hedefleme öncesi hem de hedefleme sonrası dönemde TSH, TGOH ve dolayısıyla TH grubundan daha düşük olduğudur. Ayrıca, beklendiği gibi, enflasyonu hedefleyen

gelişmekte olan ülkelerde oynaklık her iki dönemde de gelişmiş ülkelere göre daha yüksek çıkmıştır.

Enflasyonu hedefleyen gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere ilişkin yukarıda reel efektif döviz kuru açısından elde ettiğimiz sonuçlar nominal döviz kurunu analiz ettiğimizde de benzer sonuçlar vermektedir. Nominal döviz kuruna ilişkin elde edilen bulgular tablo 3.7’de sunulmaktadır.<sup>49</sup> Yine reel efektif döviz kurunda olduğu gibi, enflasyonu hedefleyen gelişmekte olan ülkelere oynaklığın gelişmiş ülkelere göre hedefleme öncesi dönemde daha yüksek olduğu görülmektedir. Bununla birlikte hedefleme sonrası dönemde gelişmekte olan ülkelere değişim katsayısı 0.136, gelişmiş ülkelere ise 0.134 olarak oynaklık düzeyleri birbirine çok yakın gerçekleşmiştir.

Sonuç olarak, literatürde ileri sürülen aksine EH uygulayan ülkelere döviz kurundaki oynaklık azalmaktadır ve bu anlamda hedefleme yapan ülkeler açısından bir fark yaratmaktadır. EH rejiminin döviz kuru oynaklığı üzerine etkilerini araştıran çalışmalardan biri olan Edwards (2006) ise, 2 gelişmiş ve 5 gelişmekte olan enflasyon hedefleyicisi ülkenin incelendiği çalışmada, para politikası olarak EH stratejisinin benimsenmesinin reel ya da nominal kurdaki oynaklıkta herhangi bir artışa yol açmadığını ileri sürmektedir. Diğer taraftan çalışmamızda elde ettiğimiz bulgular ile diğer çalışmalar arasında sağlıklı bir kıyaslama yapılamamaktadır. Bunun nedeni tarafımızdan ele alınan örneklem grupları ile örneklem periyotlarının literatürdekilerden farklı olmasıdır. Ayrıca bazı çalışmalarda hedefleme öncesi ve sonrası ayrımı, EH stratejisine 1990’lı yıllarda geçilmesinden hareketle genel olarak 1990 öncesi ve sonrası şeklinde ele alınmıştır. Bu tür çalışmalarda EH stratejisinin ele alınan çeşitli makro göstergeler üzerindeki etkileri (tanımlayıcı istatistikler bağlamında) 1990 öncesi ve sonrası olarak genel bir ayrımla incelenmiştir (Bkz. Cecchetti ve Erhmann, 1999, ve Fraga, Goldfajn ve Minella, 2003 gibi). Bu dönem ayrımı açısından da çalışmamız diğer çalışmalardan farklılık göstermektedir.

---

<sup>49</sup> Diğer taraftan bu tabloda sunulan *ortalama değişim katsayı* değerleri, daha önceki analizlerimizden farklı olarak her bir ülkenin değişim katsayısının toplamının aritmetik ortalamasını ifade etmektedir. Yani bu değerler bir örneklemin bütün olarak ortalamasını yansıtmamaktadır.

**Tablo 3.6 Reel Efektif Döviz Kuruna İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler ve Oynaklık**

	Hedefleme Öncesi Dönem			Hedefleme Sonrası Dönem			Hedefleme Öncesi Dönem			Hedefleme Sonrası Dönem			
	A	B	C = B / A	A	B	C = B / A	A	B	C = B / A	A	B	C = B / A	
Avusturya	102.69	4.05	0.04	102.15	1.66	0.02	Çek Cum.	78.86	10.69	0.14	114.02	12.43	0.11
Belçika	105.98	4.82	0.05	105.15	3.65	0.03	Macaristan	85.03	10.55	0.12	125.20	9.19	0.07
Danimarka	99.60	4.76	0.05	105.38	3.45	0.03	Kore	114.99	11.81	0.10	102.77	13.32	0.13
Fransa	108.77	3.53	0.03	104.00	3.09	0.03	Meksika	80.09	16.38	0.20	97.61	6.23	0.06
Almanya	107.35	4.99	0.05	103.59	2.85	0.03	Slovak Cum.	95.74	17.14	0.18	145.46	8.66	0.06
Yunanistan	98.81	6.62	0.07	107.88	5.55	0.05	Türkiye	88.40	13.66	0.15	108.33	5.59	0.05
İrlanda	110.42	5.88	0.05	115.09	10.79	0.09	Güney Afrika	131.33	22.39	0.17	96.78	12.53	0.13
İtalya	109.09	9.19	0.08	106.04	4.13	0.04	Şili	118.08	38.43	0.33	93.97	7.94	0.08
Japonya	79.32	15.37	0.19	85.42	9.21	0.11	Kolombiya	120.52	30.69	0.25	98.39	8.47	0.09
Lüksemburg	103.98	3.25	0.03	104.24	3.13	0.03	İsrail	86.73	5.60	0.06	91.44	8.35	0.09
Hollanda	108.73	3.52	0.03	109.42	5.89	0.05	Filipinler	116.48	17.61	0.15	94.39	8.35	0.09
Portekiz	91.47	8.69	0.09	106.01	3.75	0.04	Romanya	111.77	35.35	0.32	129.88	6.69	0.05
A.B.D.	95.55	12.18	0.13	98.53	5.08	0.05	<b>TGOH</b>	<b>101.49</b>	<b>15.16</b>	<b>0.15</b>	<b>98.33</b>	<b>7.33</b>	<b>0.075</b>
<b>TKG</b>	<b>101.68</b>	<b>2.44</b>	<b>0.024</b>	<b>104.07</b>	<b>2.84</b>	<b>0.027</b>	<b>TH</b>	<b>105.54</b>	<b>9.46</b>	<b>0.09</b>	<b>104.97</b>	<b>6.21</b>	<b>0.06</b>
Avustralya	129.35	15.18	0.12	110.90	11.05	0.10							
Kanada	126.89	5.72	0.05	111.07	12.23	0.11							
Finlandiya	132.88	8.52	0.06	106.17	4.63	0.04							
İzlanda	100.11	6.84	0.07	102.43	9.76	0.10							
Yeni Zelanda	115.70	9.27	0.08	117.61	12.29	0.10							
Norveç	106.90	4.99	0.05	108.27	3.89	0.04							
İsveç	118.90	8.04	0.07	100.69	5.81	0.06							
İsviçre	101.83	5.87	0.06	101.91	1.19	0.01							
İngiltere	91.11	7.25	0.08	92.77	7.03	0.08							
<b>TSH</b>	<b>111.51</b>	<b>11.18</b>	<b>0.10</b>	<b>108.07</b>	<b>7.48</b>	<b>0.069</b>							

**Kaynak:**

Veritabanlarından temin edilen üç aylık Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi verileri ile hesaplanmıştır. Polonya ele alınan dönem içerisinde yer içlerinden hesaplamalara dahil edilmemiştir.

**Tablo 3.7 Nominal Döviz Kuruna İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler ve Oynaklık**

	Hedefleme Öncesi Dönem			Hedefleme Sonrası Dönem		
	A	B	C = B / A	A	B	C = B / A
İngiltere	0.61	0.10	<b>0.16</b>	0.62	0.05	<b>0.09</b>
Norveç	6.96	0.93	<b>0.13</b>	7.14	1.03	<b>0.14</b>
İsveç	6.48	1.19	<b>0.18</b>	8.01	1.07	<b>0.13</b>
Kanada	1.25	0.08	<b>0.06</b>	1.35	0.14	<b>0.11</b>
Finlandiya	4.69	0.79	<b>0.17</b>	5.05	0.54	<b>0.11</b>
İzlanda	49.91	22.24	<b>0.45</b>	76.78	13.60	<b>0.18</b>
Yeni Zelanda	1.57	0.32	<b>0.20</b>	1.76	0.29	<b>0.17</b>
Avustralya	1.21	0.20	<b>0.17</b>	1.49	0.22	<b>0.15</b>
İsviçre	1.64	0.36	<b>0.22</b>	1.41	0.20	<b>0.14</b>
<b>Ortalama</b>			<b>0.19</b>			<b>0.134</b>
Türkiye	0.34	0.56	<b>1.64</b>	1.42	0.10	<b>0.07</b>
Güney Afrika	2.83	1.48	<b>0.52</b>	7.60	1.60	<b>0.21</b>
Şili	151.41	100.09	<b>0.66</b>	502.62	110.37	<b>0.22</b>
Meksika	2.92	2.94	<b>1.01</b>	10.34	0.82	<b>0.08</b>
Peru	0.32	0.63	<b>1.98</b>	3.08	0.48	<b>0.16</b>
İsrail	1.06	0.88	<b>0.83</b>	3.81	0.71	<b>0.19</b>
Endonezya	3855.10	3596.67	<b>0.93</b>	9367.75	461.55	<b>0.05</b>
Kore	783.98	131.10	<b>0.17</b>	1156.01	135.76	<b>0.12</b>
Tayland	26.69	5.37	<b>0.20</b>	40.77	2.83	<b>0.07</b>
Çek Cum.	28.68	2.30	<b>0.08</b>	29.93	6.07	<b>0.20</b>
Slovak Cum.	36.46	6.59	<b>0.18</b>	28.41	2.91	<b>0.10</b>
Macaristan	101.83	76.63	<b>0.75</b>	222.38	31.62	<b>0.14</b>
Romanya	0.81	1.23	<b>1.51</b>	2.75	0.26	<b>0.09</b>
Kolombiya	548.95	458.24	<b>0.83</b>	2398.43	294.16	<b>0.12</b>
Brezilya	0.28	0.48	<b>1.68</b>	2.44	0.54	<b>0.22</b>
Polonya	1.02	1.21	<b>1.19</b>	3.73	0.48	<b>0.13</b>
<b>Ortalama</b>			<b>0.89</b>			<b>0.136</b>

**Kaynak:** IFS Veritabanından temin edilen üçer aylık nominal döviz kuru verileri ile hesaplanmıştır. Burada nominal döviz kuru, her bir ülkenin ulusal parasının 1 A.B.D doları karşısındaki değeri olarak ele alınmıştır.

Genel olarak tüm bulgularımızı birarada yorumlayacak olursak; enflasyon hedeflemesinin benimsenmesinin gerek enflasyon düzeyi ve enflasyondaki oynaklık gerekse enflasyonist atalet açısından hedefleyici ülkeler açısından olumlu bir katkısının olduğu ancak bu dönemde hedefleme yapmayan ülkeler grubunda da aynı olumlu gelişmelerin yaşandığı görülmüştür. Dolayısıyla, ilk bakışta, bu sonucun hedefleme stratejisine bağlanamayacağı da düşünülebilir. Diğer taraftan hedefleme stratejisinin, reel çıktıdaki büyüme açısından ve kurlardaki oynaklık açısından ise, hedefleme yapan ülkeler lehine pozitif katkı yaptığı da bulgularımız arasındadır. Ayrıca, kısa vadeli faiz oranlarındaki oynaklığın hedefleyici ülkelerde daha yüksek çıkmasının da, kısa vadeli

faizlerin çoğu ülkede rejim çerçevesinde sık kullanılan bir temel politika aracı olma vasfından kaynaklandığını daha önceden belirtmiştik.

Mishkin ve Hebbel (2007: 26) tarafından da ifade edildiği gibi, başarılı bir para politikası rejiminde anahtar unsur, güçlü bir nominal çapanın oluşturulmasıdır. Bununla birlikte, yine yazarlar tarafından yapılan çalışmada ve bu çalışmada da ulaşılan sonuçlar bize, enflasyon hedeflemesini benimsemeyen de bazı sanayileşmiş ülkelerin güçlü nominal çapalar oluşturabildiğini göstermiştir. Yazarlar, buna rağmen, enflasyon hedeflemesi stratejisinin bu sanayileşmiş ülkeler için bile birtakım avantajları olduğunu belirtmektedirler. Öyle ki, hedeflemeyi benimsemeyen sanayileşmiş ülkelerin bazı problemlerle karşılaştığını ifade etmişlerdir.<sup>50</sup> Buna göre, enflasyon hedeflemesinin olmadığı bir durumda şeffaflığın olmayışı belirsizliği artıracaktır ve yine enflasyon hedeflemesinin olmadığı bir durumda hesap verebilirliğin olmayışı gelecekte merkez bankası bağımsızlığını, dolayısıyla da nominal çapayı zayıflatabilecektir. Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesi stratejisi, tez çalışmamızda da yer alan kontrol grubu sanayileşmiş ülkelerin göstermiş oldukları başarılı para politikası performanslarının gelecekte de devam edebilmesini sağlayabilecek potansiyele sahiptir.

---

<sup>50</sup> Bu konuda daha detaylı bilgi için bkz. Mishkin (2005).

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### 4. ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ: TÜRKİYE DENEYİMİ

Tezin bu bölümünde EH rejimi Türkiye deneyimi ışığında incelenecektir. Bu kapsamda ilk olarak Türkiye'deki enflasyonist sürecin tarihsel gelişimine kısaca değinilecektir. Daha sonra Türkiye'de rejimin operasyonel çerçevesi açıklanarak, rejimin önkoşullarının sağlanma derecesine değinilecektir. Türkiye'deki para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkinin ampirik analizi beşinci bölümde ele alınmıştır.

#### 4.1 Türkiye'de Enflasyonist Süreç: Tarihsel Gelişme

Türkiye ekonomisi 20 yılı aşkın bir süredir, yüksek ve kalıcı bir enflasyonla karşı karşıya kalmıştır. Bu süreç boyunca, enflasyonu düşürme iddiası ile pek çok program uygulanmış, fakat dönemsel başarılar dışında, kalıcı bir yapı sağlanamamıştır. Diğer taraftan, bu uzun süreç, enflasyonda çok kuvvetli bir atalet oluşturarak, ekonomik birimlerin davranışlarını, haklı olarak, geçmiş tecrübeleri doğrultusunda şekillendirmelerine yol açmıştır. Bu durum politika uygulamalarında Türkiye'nin karşısına çıkan en büyük zorluklardan birisi olmuştur (Serdengeçti, 2002b: 18).

Özellikle 1970'li yılların sonundan başlayarak tırmanışa geçen enflasyonist sürecin anlaşılması ve enflasyona neden olan mekanizmaların ortaya konulması, fiyat istikrarını nihai hedef olarak belirlemiş Türkiye açısından önem taşımaktadır. Bu kapsamda bu bölümde dönemler itibariyle enflasyonist sürecin kısa bir analizi yapılacaktır.

##### 4.1.1 1980 Öncesi Dönem

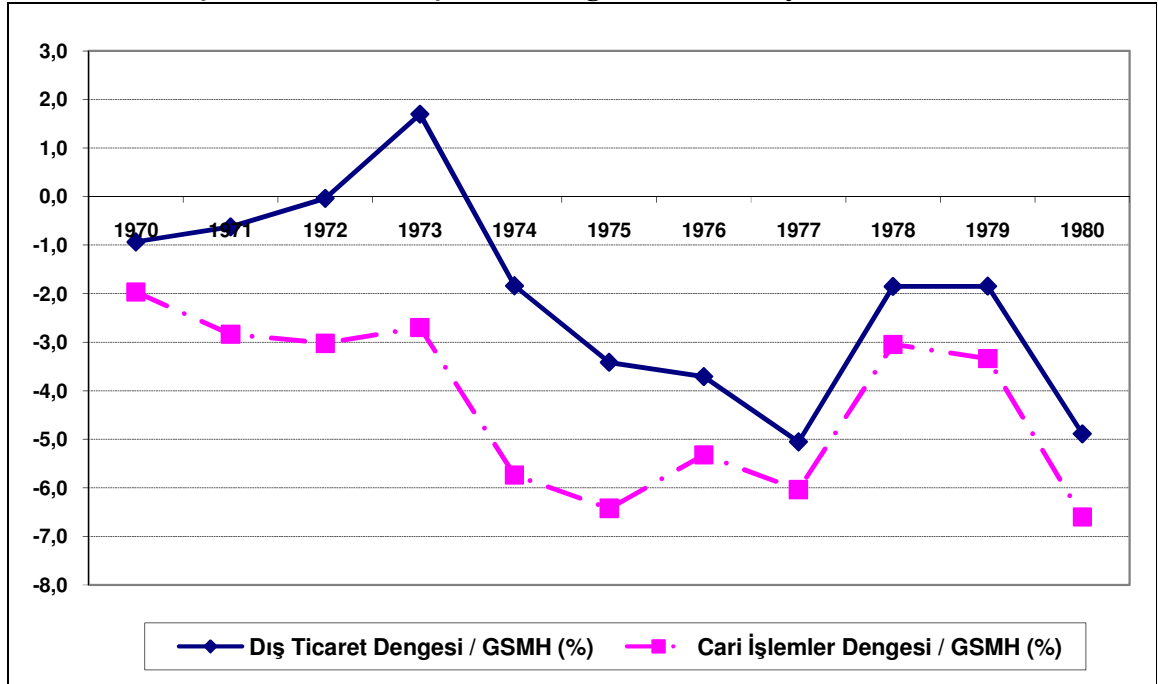
1980 öncesi dönem, Türkiye ekonomisinin tipik dışa kapalı ekonomilerin bütün özelliklerini gösterdiği, büyüme ve sanayileşme politikalarının temelini ithal ikameci sanayileşme stratejisinin oluşturduğu, dış ticarete önemli kısıtlamaların bulunduğu ve

Kamu İktisadi Teşebbüsleri'nin (KİT) ekonomide önemli rol oynadığı bir dönem olarak nitelendirilebilir. İthal ikameci sanayileşme stratejisi genel olarak 1970'li yıllara kadar başarılı olmuş ve enflasyon düşük seviyelerde seyretmiştir. Ancak ithal ikamesinin geliştirilmeye çalışıldığı 1970-1977 döneminde enflasyon oranı yükselmiş ve tek haneli rakamlardan çift haneli rakamlara ulaşmıştır. Özellikle 1971-1976 döneminde enflasyon % 10-20 patikasına yerleşmiştir (bkz. grafik 4.2 ve 4.3). Türkiye'de 1950'li ve 1970'li yıllarda yaşanan yüksek enflasyon deneyimleri aslında, daha çok tüm dünyayı etkileyen iki önemli petrol krizi ve/veya KİT'lerin bütçe açıklarının kapatılmasında MB kaynaklarının kullanımından kaynaklanmıştır. 1970 yılında yapılan devalüasyon ve çok önemli bir sanayi girdisi olan petrolün 1970'li yıllar boyunca fiyatının sürekli artması, ithal ikameci sanayileşmenin gereği olarak yapılan ara ve yatırım malları ithalatının pahalılaşmasına neden olmuş ve enflasyondaki artışın temelini oluşturmuştur. Bu bağlamda 1970'li yıllardaki enflasyon dışarıdan ithal edilmek zorunda kalınan bir enflasyon olarak değerlendirilebilir. Kısaca, kamu kesiminin ekonomik büyümenin temel kaynağı olarak görüldüğü bu dönemde kamu açıklarının parasal büyüme yoluyla finanse edilmesi ve büyük arz şokları, enflasyon dinamiklerini etkileyen en önemli unsurlar olmuştur. Ancak, bu dönemde enflasyon katılmış temel bir ekonomik problem durumuna gelmemiş ve söz konusu bu faktörler daha sonra enflasyonist süreç içerisinde etkinliklerini kaybetmişlerdir. Bununla birlikte, kamu kesiminin ekonomideki etkinliğinin artması ve uygulanan ithal ikameci kalkınma modelinin etkileri daha sonraki yıllarda enflasyonist süreç açısından önemli sonuçlar doğurmuştur (Erçel, 1999 ve DPT, 2005: 133-134).

Türkiye ekonomisi 1970'lerde hızlı bir büyüme sürecine girmiştir. Keza, 1970-1977 döneminde yıllık ortalama büyüme % 5,9 olmuştur. Dolayısıyla ithalat ve dış ticaret açığımız da hızla artmıştır (bkz. grafik 4.1). Cari işlemler açığı 1970'lerin sonunda sürdürülemez bir noktaya gelmiş ve 1978 yılında Türkiye ekonomisi ağır bir ekonomik krize girmiştir. İthalatta tıkanıklar oluşmuş ve özellikle sanayi sektörü ciddi üretim darboğazlarıyla karşılaşmıştır. Nihayetinde üretimdeki düşüş enflasyonda çok ani ve hızlı artışlara yol açmıştır (Erçel, 1999). Grafik 4.2'den de görüldüğü üzere yıllık bazda enflasyon önce iki daha sonra üç haneli rakamlara ulaşarak % 110'lara çıkmış,

büyüme neredeyse durma noktasına gelmiş ve hatta 1979'da negatif olarak gerçekleşmiştir. Yani Türkiye stagflasyon durumuna düşmüştür. 1980 yılında reel GSMH % -2,8 küçülmüş ve TÜFE enflasyonu % 110,2 olmuştur. Bu dönemde yapılan devalüasyonlarla ithalat pahalılaşmış ve sanayi sektöründe maliyetlerin yükseldiği yüksek enflasyon ortamında ekonomik büyüme gerilemiştir.<sup>51</sup>

**Grafik 4.1 Dış Ticaret ve Cari İşlemler Dengesinin GSMH'ya Oranı**



Kaynak: TCMB EVDS.

#### 4.2.2 1980–1999 Dönemi

1980'li yıllara gelindiğinde ise, Türkiye'nin liberalleşme çabaları içerisinde olduğu ve önemli bir yapısal değişim geçirdiği görülmektedir. Bu bağlamda, Türkiye'nin liberalleşme çabalarının 1970'lerin sonundaki ödemeler dengesi krizini aşmak ve 1980 yılında % 100'ün üzerine çıkan enflasyonu düşürmek amacıyla

<sup>51</sup> 1970'lerin sonuna doğru enflasyon ve büyüme arasındaki negatif ilişki grafik 4.2'de de açıkça görülmekte iken, bu ilişki 1970-76 döneminde daha belirsizdir. Zira reel GSMH ile TÜFE enflasyonu arasındaki korelasyon katsayısı, 1970-76 döneminde pozitif ve 0.14 iken, bu katsayı 1977-80 döneminde -0.96 olmuştur.

tasarlanan istikrar programıyla (24 Ocak 1980 Programı) aynı döneme denk düştüğü dikkati çekmektedir. Bu dönemde, dış ticaret rejiminin ve sermaye hareketlerinin önemli ölçüde serbestleştirilmesi ile birlikte ekonomi oldukça hızlı bir dışa açılma sürecine girmiştir.<sup>52</sup> 1980 sonrasında enflasyon dinamikleri de farklılık göstermiştir. Finansal serbestleşme sonrası döviz politikası olarak yönetilen kur (managed float) rejimi benimsenmiştir.<sup>53</sup> Bu politika 1999 yılı sonuna kadar devam etmiş ve döviz kuru gelişmeleri bu süre içerisinde ekonomi ve enflasyon oranları üzerinde önemli rol oynamıştır. Bu dönemdeki önemli yapısal değişikliklerden birisi de 1986 yılından itibaren kamu açıklarının finansmanında ağırlıklı olarak iç borçlanmanın kullanılmaya başlanması olmuştur.<sup>54</sup> Bu süreçte uygulamaya konan istikrar programının 1981-1983 döneminde yani ilk üç yıl enflasyonu önemli ölçüde aşağı çekmede başarılı olduğu görülmektedir (bkz. grafik 4.2). Enflasyon % 110'lardan 1982'de % 30'lara kadar düşürülmüştür. Bu enflasyondaki düşüş başarısının 24 Ocak kararlarıyla reel ücretlerin ve tarım ticaret hadlerinin önemli ölçüde gerilemesi, bir başka deyişle iç talebin gelirler politikasıyla bastırılmasında yattığı ileri sürülmektedir. Bununla birlikte, dikkat edilirse 1980-1989 döneminde TEFE, TÜFE ve GSMH deflatörünün yaklaşık % 50 oranında arttığı ve bir önceki on yıla kıyasla yaklaşık iki kat artış sergilediği ve enflasyonun % 30-50 platosuna oturduğu görülmektedir (TCMB, 2002a: 43, Erçel, 1999b ve DPT, 2005: 134).

1990'lı yıllar ise Türkiye açısından çok daha hareketli geçen bir dönem olmuştur. Enflasyon bu dönemde daha yüksek ve kronikleşmiş bir hal almıştır. Ayrıca bu dönem; 1990-1991 I. Körfez Savaşı, 1994 ekonomik krizi, 1997 Asya krizi, 1998 Rusya krizi ve 1999 yılındaki depremler nedeniyle üretim ve dolayısıyla büyümede çok ciddi düşüşlerin ve dalgalanmanın olduğu bir dönem olmuştur (bkz grafik 4.2 ve tablo

---

<sup>52</sup> Türkiye 1989 yılında aldığı '*Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar*' ile kambiyo rejimini tamamen serbestleştirmiş ve sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaları kaldırmıştır.

<sup>53</sup> Bu politika, önceden açıklanmayan "yönlendirilmiş kur sistemi" olarak da adlandırılmaktadır (Bkz. Erçel, 1999a).

<sup>54</sup> Uygur (2001: 11)'e göre bu uygulamaya gidilmesinin nedeni, Türkiye'de o dönemde "parasal genişleme olmazsa, kamu açığının borçlanma ile kapatılması enflasyonu yükseltmez" diğer bir ifadeyle; "kamu açığı parasal genişleme ile finanse edilirse enflasyon hızla yükselir, borçlanarak finanse edilirse yükselmez" görüşünün giderek egemen olmasıdır. Uygur (2001)'e göre, Türkiye bu bağlamda 1980'lerden 1990'lara geçerken Sargent ve Wallace makalesindeki "nahoş parasalcı aritmetik" yolunda ilerlemektedir.

4.1). Diğer taraftan tablo 4.1'den de görüldüğü üzere enflasyonun 1990-1999 döneminde daha önceki 20 yıla göre ortalama olarak çok daha yüksek seyretmesine rağmen (%70'ler düzeyinde), enflasyondaki dalgalanmanın görece azaldığı görülmektedir. GSMH'daki yıllık ortalama büyümenin ise bu dönemde % 3,93 olarak gerçekleştiği ve bir önceki 10 yıllık dönemden pek bir farklılık göstermediği, ancak oynaklıkta ise neredeyse iki kat artış kaydettiği görülmektedir.

**Tablo 4.1 Enflasyon ve Büyüme Oranları: Tanımlayıcı İstatistikler (1970 – 1999)**

	1970-1979				1980-1989				1990-1999			
	GSMH	GSYİH	TÜFE	TEFE	GSMH	GSYİH	TÜFE	TEFE	GSMH	GSYİH	TÜFE	TEFE
Ortalama	4.76	4.70	23.32	25.73	4.04	4.08	51.67	49.30	3.93	3.89	77.37	71.78
Maksimum	9.17	10.46	58.69	63.90	9.81	9.49	110.17	107.20	9.37	9.26	106.26	120.80
Minimum	-0.49	-0.62	6.93	6.70	-2.78	-2.45	30.84	25.20	-6.08	-5.46	60.26	52.20
Standart Sapma	3.16	3.21	16.26	18.53	3.51	3.46	25.41	25.22	5.89	5.32	14.31	21.03
Değişim Katsayısı	0.66	0.68	0.70	0.72	0.87	0.85	0.49	0.51	1.50	1.37	0.19	0.29

Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinden sonra enflasyonun % 60'lardan % 70'lere doğru yükselme trendine girdiği görülmektedir. Ayrıca 1993 yılında bütçe açığının planlananın oldukça üzerinde gerçekleşmesi ile 1994 yılı Ocak ayında hükümetin % 20 oranında nominal devalüasyon yapmasıyla Türk lirasının aşırı derecede değer kaybetmesinden dolayı TÜFE enflasyonunun % 106, TEFE enflasyonunun ise % 120'lere çıktığı görülmektedir. Buna ek olarak, ekonomi politikalarının güvenilirliğini kaybetmesi nedeniyle nominal faiz oranları da çok yüksek düzeylere çıkmıştır. Bunun üzerine Hazine borçlanma ihalelerini durdurmuş ve kamu açıkları MB kaynakları ile finanse edilmiştir. Sonuç itibarıyla, enflasyon oranı Ocak 1995'te tavan değeri olan % 125,9'a ulaşmış ve Türk lirasının ABD doları karşısındaki yıllık değer kaybı da % 239,7 olmuştur. Kriz sonrasında enflasyon oranı % 89'lara düşüyse de artık eskisinden daha yüksek bir platoda seyretmeye başlamıştır. Sonuç olarak 1980'den bu yana enflasyonu düşürmeye yönelik reform çabaları başarılı olamamıştır (TCMB, 2002a: 43 ve DPT, 2005: 135).

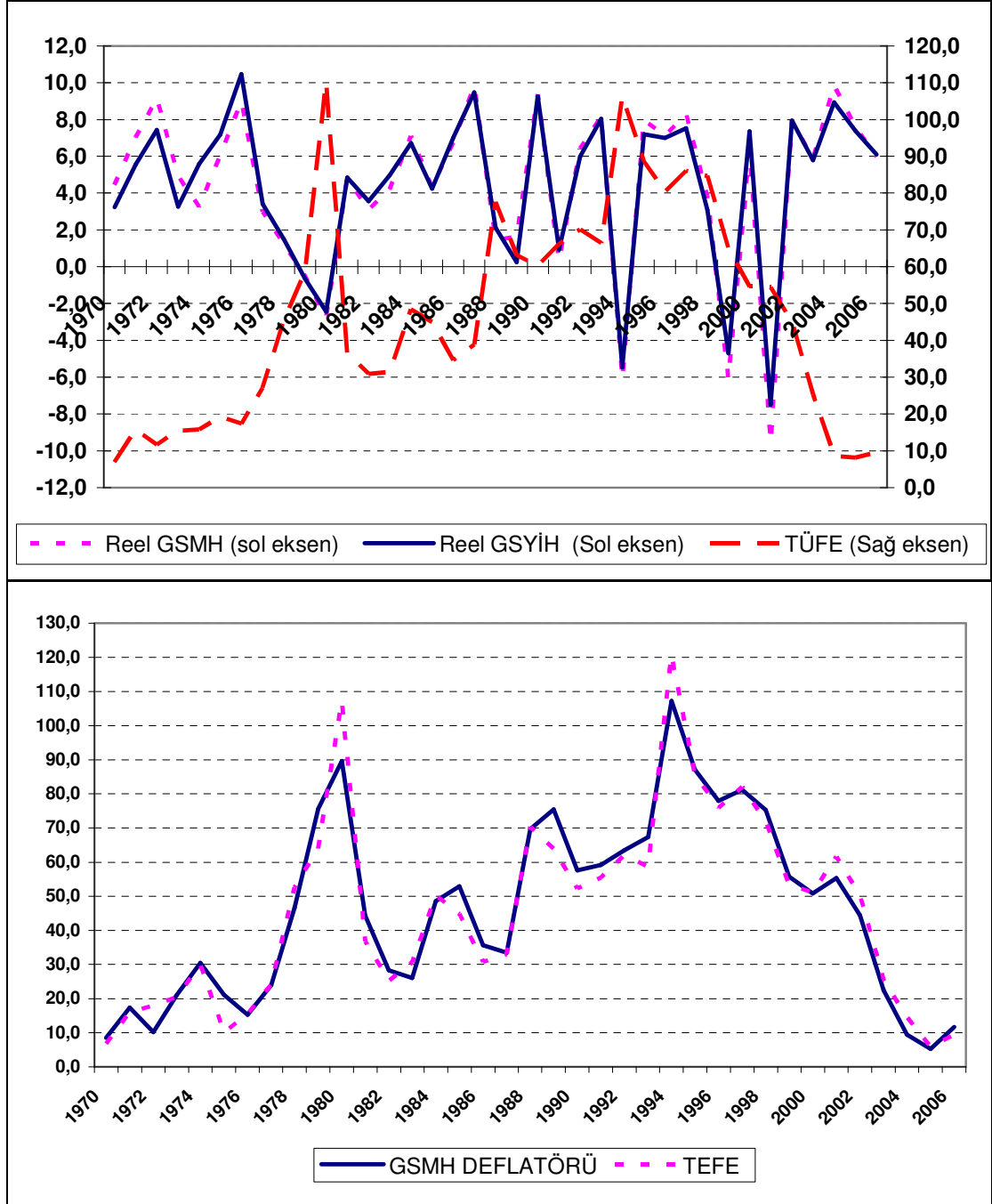
1990'lı yıllarda ayrıca, yüksek ve kalıcı enflasyonun maliyetlerinden ve gelir azaltıcı etkilerinden korunmak amacıyla maaş, ücret ve kira sözleşmelerinde geriye

dönük endekslemelere çok sık başvurulması enflasyonist beklentilerin artmasına neden olmuştur. Diğer taraftan, TEFE'nin önemli bir bileşeni olan kamu fiyatlarının düşük tutulması bazı dönemlerde enflasyonu düşürme çabalarında yararlı olmuştur. Ne var ki, kamu açıkları büyüdükçe bu uygulamanın orta ve uzun vadedeki olumsuz etkileri ortaya çıkmaya başlamıştır. Bu politikanın tersine çevrilmesiyle kamu sektörü ürünlerinin fiyatlarındaki önemli artışlar özel sektör fiyatlarını da artırmıştır (TCMB, 2002a: 44).

2004 Türkiye İktisat Kongresi'nde Fiyat İstikrarı Çalışma Grubu tarafından hazırlanan raporda, 1980-1999 döneminde ama özellikle 1990'larda, enflasyonu besleyen ve aynı zamanda da yüksek enflasyonun belirleyici olduğu ekonomik yapının temel çerçevesinin şu unsurlardan oluştuğu ifade edilmiştir (DPT, 2005: 134):

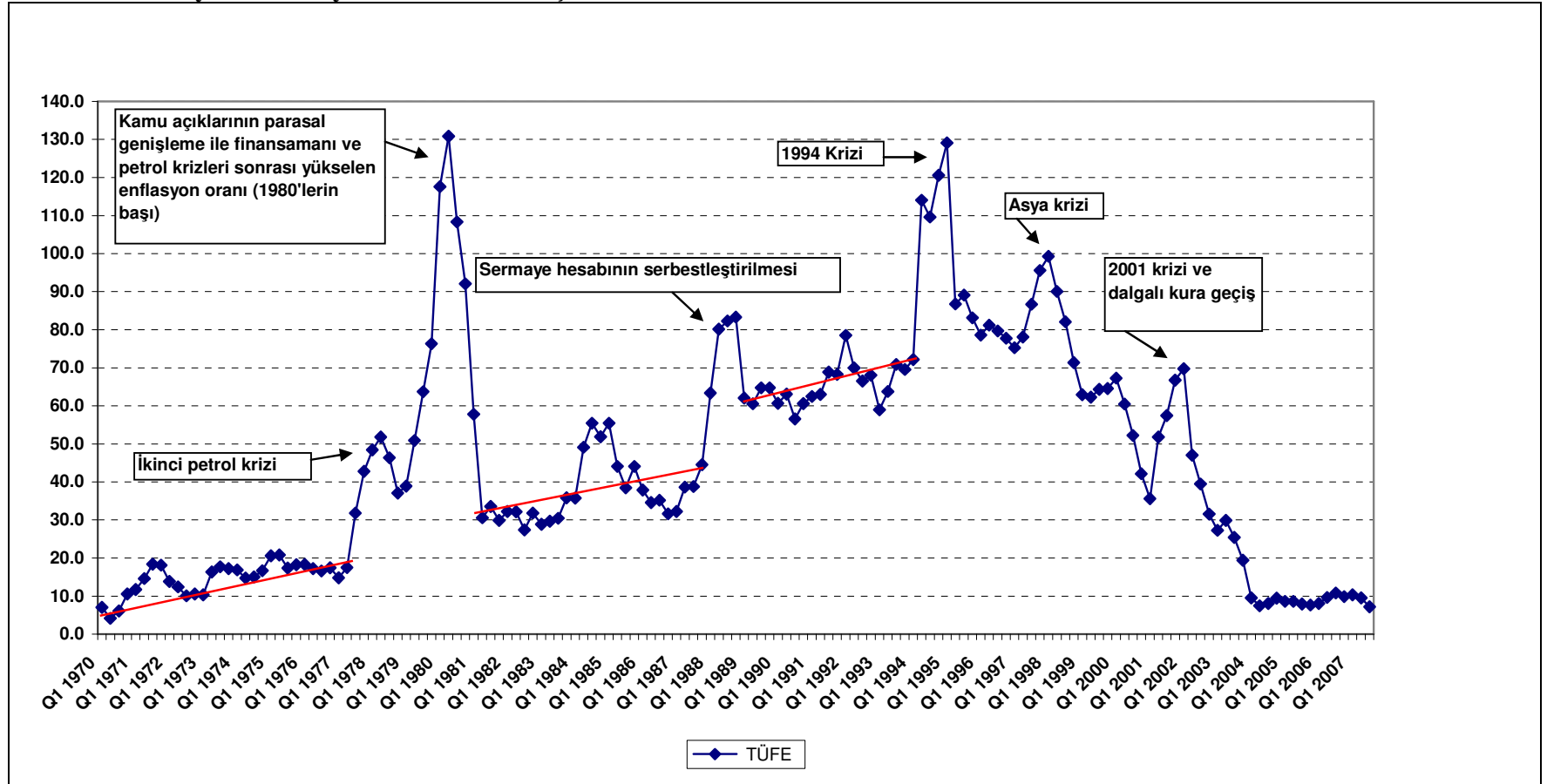
- %100'ü aşan nominal faiz oranları,
- İç borçlanmanın mali sisteme yaptığı baskı nedeniyle sürdürülemez derecede yüksek reel faiz oranları,
- Sermaye hesabının serbestleşmesiyle ekonominin dışa açılımının hızlanması ve yönetilen döviz kuru rejimi,
- Yüksek kamu kesimi borçlanma gereği ve artan risk sonucunda borç stoku üzerinde yüksek reel faiz maliyeti,
- Kırılgan mali yapı ve zayıf bankacılık sistemi.

**Grafik 4.2 Reel GSMH - GSYİH, TÜFE, TEFE, GSMH Deflâtör: Büyüme Hızları (Yıllık % Değişim, 1970 – 2006 Dönemi)**



**Kaynak:** Veriler TCMB EVDS ve DPT (Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2006)'dan derlenmiştir. TÜFE için 1983 öncesi dönem IFS veritabanından alınmıştır. Veriler yıllık. TÜFE'de 1983-1987 dönemi için 1978-1979=100, 1988-1994 dönemi için 1987=100, 1995-2003 dönemi için 1994=100 ve 2004-2006 dönemi için de 2003=100 endeksi kullanılmıştır. TEFE'de 1983-1994 dönemi için 1987=100, 1995-2003 dönemi için 1994=100 ve 2004-2006 dönemi için ÜFE (üretici fiyatları endeksi) olmak üzere 2003=100 endeksi kullanılmıştır.

**Grafik 4.3 Türkiye’de Enflasyonun Tarihsel Gelişimi**



**Kaynak:** 1983:1 öncesi dönem IFS veritabanından, daha sonraki dönemler TCMB EVDS’nden alınmıştır. Enflasyon oranı, üçer aylık veriler itibariyle TÜFE’deki yıllık % değişim olarak sunulmaktadır. 1983:1-1987:4 dönemi için 1978-79=100, 1988:1-2003:4 dönemi için 1994=100, 2004:1-2007:3 dönemi için de 2003=100 endeksi kullanılmıştır.

### 4.1.3 2000 Yılı İstikrar Programı

2000 yılına girerken, Türkiye ekonomisi 1990'ların sonunda yaşanan birçok gelişmeden etkilenmiştir. 1997 Asya ve 1998 Rusya krizleri ekonomik durumu daha da kötüleştirmiştir. Yurtiçi talebin 1998 sonrasında daralmaya devam etmesi, Rusya kaynaklı ihracat talebinin azalması, artan güvensizlik ortamı nedeni ile sıcak para giriş miktarlarının yüksek reel faiz oranlarına rağmen düşmesi ve siyasal ortamdaki belirsizlikler ülkeyi yeni bir finansal krize sürüklemiştir (Usta, 2003: 48). Bu krizler ve yaşanan depremlerin de etkisiyle kamu maliyesi ve borç dinamikleri bozulmuş ve bu süreç 2000 yılı başında Türkiye ekonomisinde o güne kadar uygulanan en kapsamlı ekonomik programın uygulamaya konmasına neden olmuştur. Program mali ve parasal disiplini içermenin yanı sıra öncekilerden farklı olarak döviz kuru rejiminde radikal bir değişikliğe gidilmiş ve programda bozuk ekonomik yapıyı düzeltmek amacıyla çok geniş bir yapısal reform programı da kapsanmıştır (DPT, 2005: 135)

9 Aralık 1999 tarihinde TCMB tarafından kamuoyuna sunulan ve 2000-2002 dönemi için olmak üzere, üç yıl sürdürülmesi konusunda IMF ile anlaşmaya varılan “2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı”nın temel amaçları (Erçel, 1999a);<sup>55</sup> (i) Tüketici enflasyonunu, yapısal reformlarla desteklenen, birbirleriyle tutarlı, güçlü, itibarlı ve süreklilik arz eden maliye, gelir, para ve kur politikalarının eş güdümlü uygulanması ile 2000 yılı sonunda % 25, 2001 yılı sonunda % 12 ve 2002 yılında % 7'ye indirmek, (ii) Reel faiz oranlarını makul düzeylere düşürmek, (iii) Ekonominin büyüme potansiyelini artırmak, ve (iv) Ekonomideki kaynakların daha etkin ve adil dağılımını sağlamak olarak belirlenmiştir. Program, bu amaçların gerçekleştirilebilmesi için üç temel unsur üzerinde inşa edilmiştir: (i) Sıkı bir maliye politikası uygulayarak faiz dışı fazlanın artırılması, yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve özelleştirmenin

---

<sup>55</sup> “2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı” döviz kuruna dayalı heteredoks bir istikrar programı olarak nitelendirilmektedir. Şöyle ki; kronikleşmiş yani atalet kazanmış enflasyonla mücadele için genellikle heteredoks programlar tercih edilmektedir. Bunun nedeni, program içerisinde yer alan heteredoks unsurlar (fiyat ve ücret kontrolleri) sayesinde geçmiş enflasyon ile bugünkü enflasyon arasındaki bağlantı kesilerek, enflasyon ataletinin kırılacağına inanılmasıdır. Bu kapsamda, program içerisinde döviz kurunun, kamu fiyatlarının, ücret ve kira artışlarının ilan edilen enflasyona göre sınıflandırılması, 2000 yılı istikrar programının heteredoks özellikleri olarak karşımıza çıkmaktadır (Güçlü, 2004: 97).

hızlandırılması birinci temel unsuru oluşturmaktadır, (ii) İkinci temel unsur enflasyon hedefi ile uyumlu gelirler politikasıdır, (iii) Bu unsurların enflasyon ve reel faizlerin düşürülmesine yapacağı katkıyı desteklemek ve ekonomik birimlere uzun vadeli bir bakış açısı kazandırmak için enflasyonun düşürülmesine odaklanmış kur ve para politikası uygulaması, programın üçüncü temel unsurunu oluşturmaktadır.

2000 yılı istikrar programı, aynı zamanda bazı bütçe kalemleri ve parasal büyüklüklere de sınırlamalar getirmekte, kamu maliyesi hedeflerine ulaşılması amacıyla da tarım sektörü, sosyal güvenlik sistemi, kamu maliyesi yönetimi ve özelleştirmeye ilişkin önemli yapısal reformlar getiriyordu. Tüm bunların uygun bir gelirler politikası ile birlikte yürütülmesi planlanıyordu (TCMB, 2002a: 50). Tüm bu unsurlar bize bu programın yalnızca enflasyonu düşürme hedefi ile sınırlı bir program olmadığını, çok daha kapsamlı olarak hazırlanan bir reform programı olduğunu göstermektedir.<sup>56</sup>

Programda da ilan edildiği şekliyle, döviz kurunun önceden açıklanması ve kurala dayalı para politikasının izlenmesi ile ekonomi politikalarında ciddi bir şeffaflık sağlanmıştır.<sup>57</sup> Ayrıca, program uygulamanın başında büyük bir güvenilirlik kazanmıştır (DPT, 2005: 136). Programın uygulanmaya başlamasıyla, döviz kurundaki belirsizliğin ortadan kalkması ve risk primindeki düşüşe paralel olarak faiz oranlarında da ani bir düşüş yaşanmıştır (TCMB, 2002a: 50). Grafik 4.4'ten de görüldüğü üzere, 1999 yılı boyunca % 70-90 düzeylerinde seyreden interbank piyasasındaki gecelik faizler ile mevduat faiz oranları program sonrasında % 35-45 düzeylerine gerilemiştir. Ayrıca

---

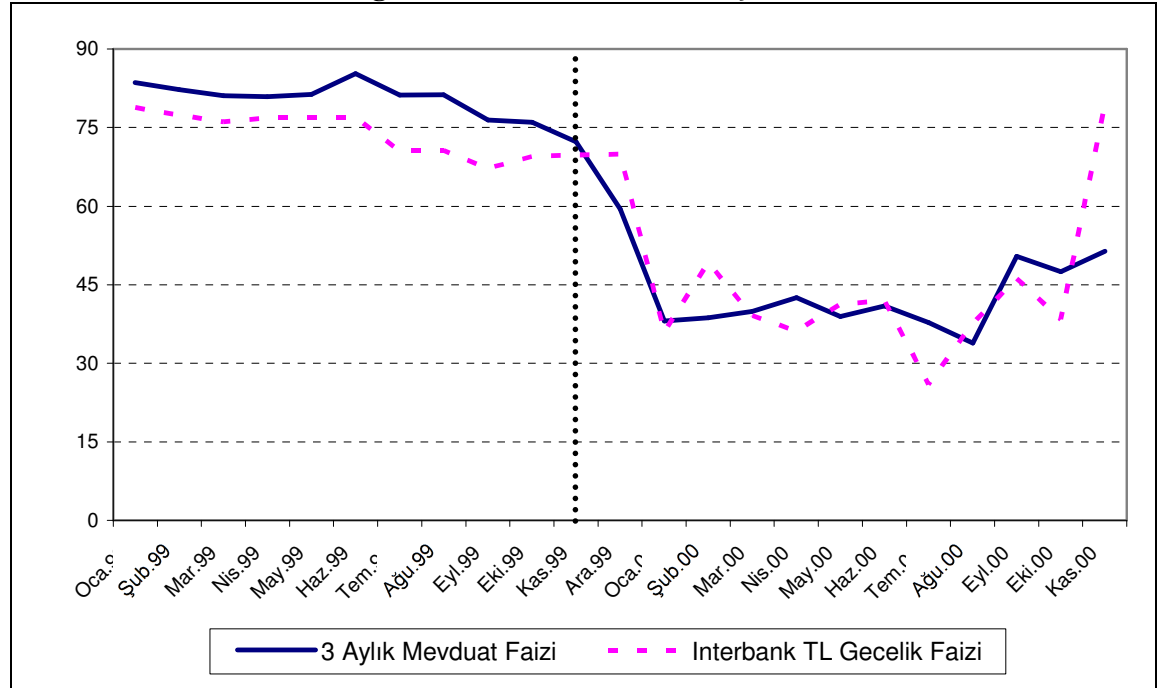
<sup>56</sup> Bu konuya ilişkin olarak Yeldan (2004a: 214) da, bu programdaki planlanan uygulamaların sadece “enflasyonu düşürme” hedefi ile sınırlı teknik bir belge olmadığını, bunun çok daha ötesinde, yeniden bir yapılanma içine girerek ulusal ekonomide kalıcı dönüşümleri amaçladığını ifade etmektedir. Yazar, programda söz konusu olan birçok iktisadi-sosyal tedbirin doğrudan ya da dolaylı olarak enflasyonu düşürmeye hizmet etmesinin yanında, kapsam açısından enflasyonun çok daha ötesinde makro iktisadi ve sosyal alanların etkilenmesinin amaçlandığını ileri sürmektedir.

<sup>57</sup> Programda izlenecek döviz kuru politikası olarak; döviz kur sepetinin bir yıllık bir süreyi kapsayacak şekilde, günlük olarak açıklanması ve kur sepetinin 1 ABD Doları + 0,77 Euro olarak devam ettirilmesi kararlaştırılmıştır. Bu kapsamda, programda önceden açıklanmayan “yönlendirilmiş kur sisteminden”, *önceden açıklanan ve “enflasyon hedefine yönlendirilen kur sistemine”* geçileceği duyurulmuştur (Erçel, 1999a). Yani TCMB, bundan böyle kur politikasını yalnızca enflasyon hedefine göre uygulayacağını belirtmiştir. Programda da belirtildiği üzere daha önceki dönemlerde Merkez Bankası, fiili kur politikasını temelde kısa vadeli enflasyonist bekleyişler, ödemeler dengesi ve kamu dengesi gibi değişkenlere göre şekillenmiştir.

devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) faizleri de 1999 yılı boyunca % 100-130 düzeyinde seyrederken, Ocak-Kasım 2000 döneminde % 30-40 düzeylerine gerilemiştir. Dolayısıyla faiz oranlarındaki düşüş gerçekten çarpıcıdır. Nihayetinde program başında, enflasyonla mücadelede önemli bir aşama kaydedilmiştir. Bu da faiz giderlerinin azalmasını ve dolayısıyla bütçenin rahatlamasını sağlamıştır.

Faizlerdeki bu düşüş, 1999 yılındaki hızlı daralmanın ardından, ertelenmiş tüketim ve yatırım harcamalarının gerçekleştirilmesini ve kredi talebini artırarak ekonominin tekrar büyüme sürecine girmesini sağlamıştır. Üretimde canlanma gözlenmiş ve borsa endeksi tarihinin en yüksek düzeylerine çıkmıştır. Kamu harcamalarının kontrol edilmesi ve ek vergi düzenlemelerinin katkısıyla vergi gelirlerinde gözlenen artış sonucunda faiz dışı kamu dengesinde önemli ölçüde iyileşme sağlanmıştır. Böylece, Hazine'nin iç borçlanma maliyeti azalmış ve iç borç stokundaki artış kontrol altına alınmıştır (TCMB, 2001b: 1 ve Usta, 2003: 48).

**Grafik 4.4 2000 İstikrar Programı Altında Faizlerin Gelişimi**



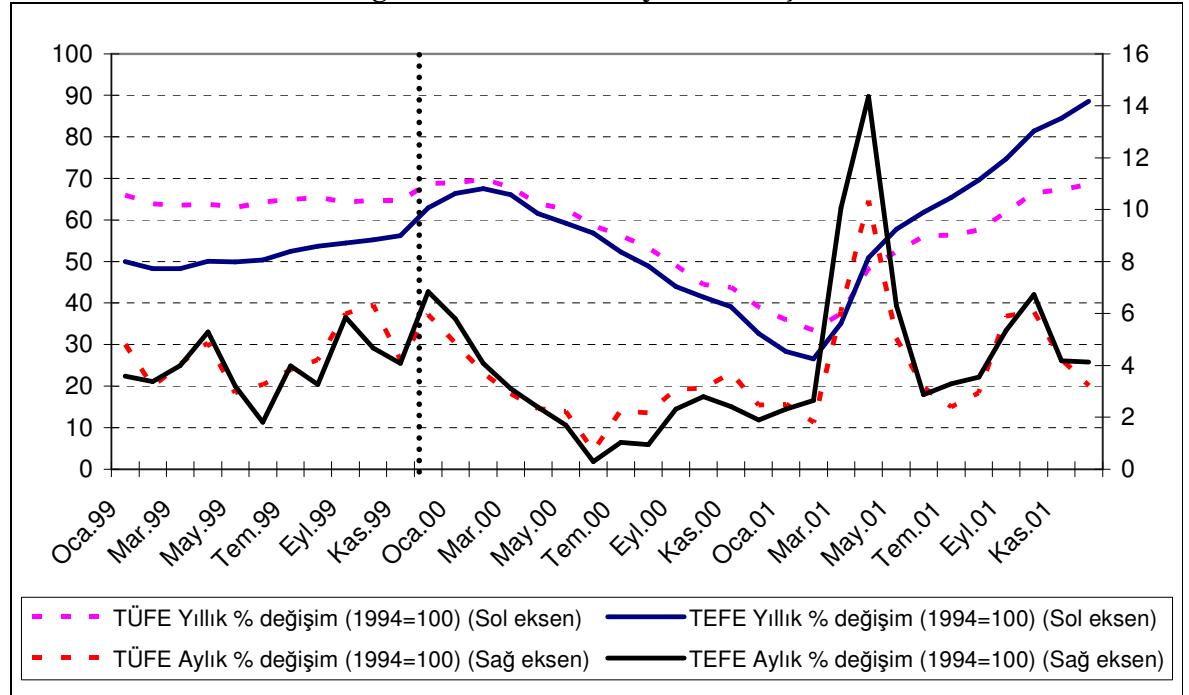
Kaynak: TCMB EVDS.

Enflasyonda, 2000 yılında öngörülen hedeflere ulaşılamamakla birlikte, enflasyonda düşüş trendine girilmiş ve son 14 yılın en düşük düzeyine gelinmiştir. Grafik 4.5'te görüldüğü üzere TEFE ve TÜFE Aralık 1999'da % 60-70'lerde iken, Kasım 2000 itibarıyla % 40'ların altına çekilmiştir. Ayrıca kamu finansman dengesinde iyileşme sağlanmış, yıl boyunca program hedefleri genelde yakalanmış ve önemli yapısal reformlar gerçekleştirilmiştir (TCMB, 2001b: 1 ve Yeldan, 2004a: 221). Döviz kuru sepeti de bu dönem içerisinde yıllık aşınma hedefi içinde tutturulmuştur (bkz. grafik 4.6).

Tüm bu gelişmelerle birlikte, bu tür programların temel zafiyeti olan ödemeler dengesi tarafında sorun yaşanmaya başlanmıştır. Öncelikle, grafik 4.6'da görüldüğü üzere döviz kuru sepeti, Mayıs 2000'e kadar TÜFE ve TEFE enflasyonunun altında kalmış ve devalüasyon ve enflasyon arasındaki fark giderek kapanmıştır. Daha sonra da enflasyon hedeflenenin oldukça üzerinde gerçekleşince kur sepeti hedefle uyumlu olmasına rağmen TEFE ve TÜFE'ye görece aşınmaya başlamış ve aradaki fark da giderek açılmıştır ve bu da TL'nin aşırı değerlenmesine yol açmıştır.

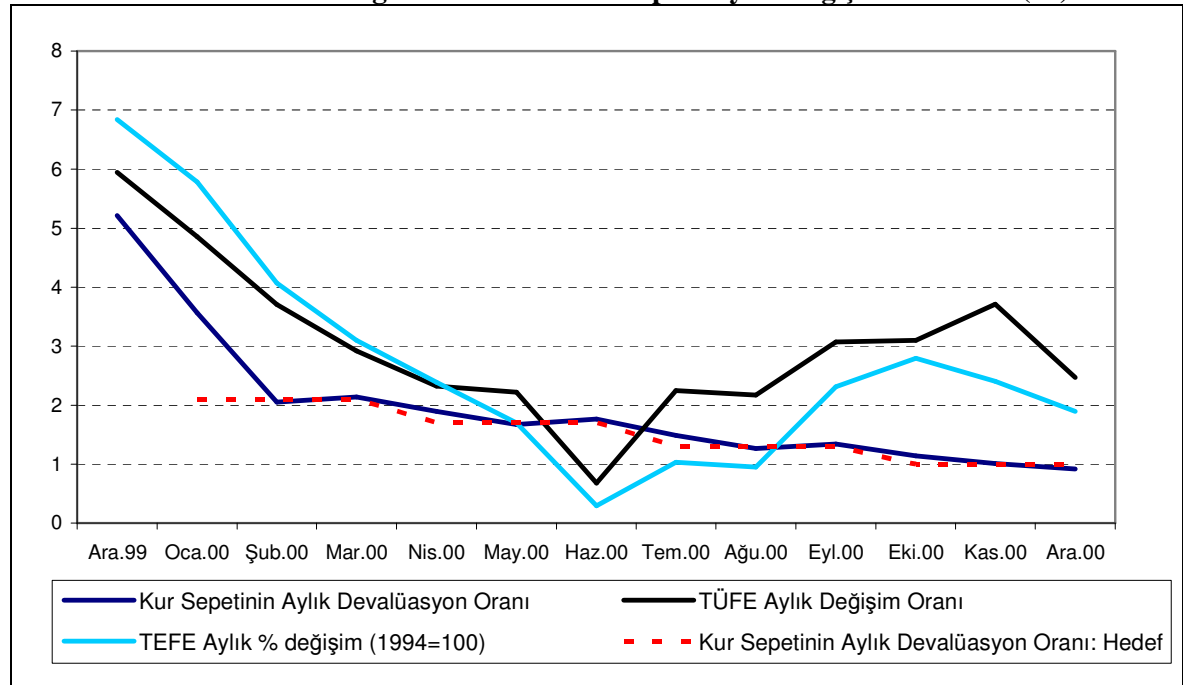
Grafik 4.7'de görüldüğü üzere, 2000 yılı boyunca Euro'nun dolar karşısında değer kaybetmesi, yani Euro / Dolar paritesinin düşmesi, TL'nin Euro karşısında reel olarak daha fazla değerlenmesine yol açmıştır. Bu durum başta ihracatımızı olumsuz etkilerken, Euro bölgesinden yapılan ithalatı da teşvik etmiştir. Buna ilaveten, iç talepteki canlanma ve başta ham petrol olmak üzere enerji fiyatlarındaki artış da ithalatı hızlı bir biçimde artırarak, cari işlemler dengesinin bozulmasına neden olmuştur. (TCMB, 2001b: 1). 2000 yılı sonunda cari işlemler açığı 9,8 milyar dolara ulaşarak GSMH'nin % 4,9'u olmuştur ve öngörülenin çok üstünde gerçekleşmiştir. Bu durum devalüasyon beklentilerini de beraberinde getirmiştir (Keyder, 2002; 452).

**Grafik 4.5 2000 İstikrar Programı Altında Enflasyonun Gelişimi**



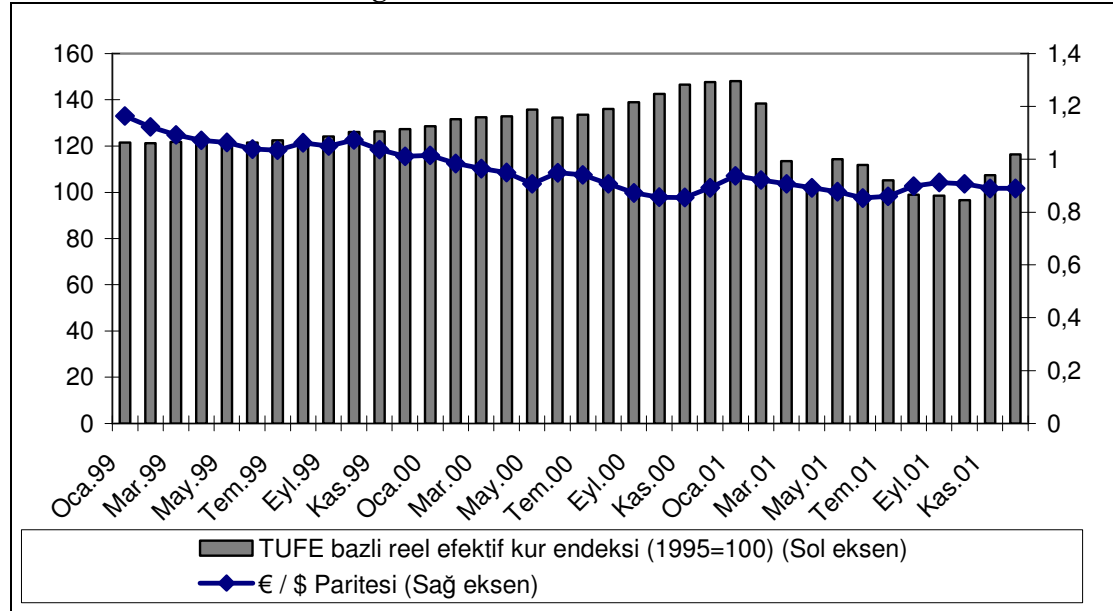
Kaynak: TCMB EVDS.

**Grafik 4.6 2000 İstikrar Programı Altında Kur Sepeti Aylık Değişim ve TÜFE (%)**



Kaynak: TCMB EVDS, Erçel (1999a).

**Grafik 4.7 2000 İstikrar Programı Altında €/ \$ Paritesi ve Reel Efektif Kur Endeksi**



**Kaynak:** TCMB EVDS. Not: IMF tanımına göre ondokuz ülkeye göre (Belçika, Almanya, İspanya, Fransa, İsviçre, Hollanda, İtalya, İngiltere, ABD, Japonya, İsveç, Avusturya, Kanada, Kore, Tayvan, İran, Brezilya, Çin, Yunanistan) hesaplanmış reel efektif kur endeksi (1995=100). Fiyat endeksi olarak tüketici fiyatları kullanılmıştır. Endekste artış TL'nin reel değer kazancını ifade etmektedir.

Cari işlemler açığındaki hızlı artış sürerken, yılın ikinci yarısında özelleştirme ve yapısal reformlara ilişkin gecikmeler iç ve dış piyasalarda tedirginliği artırarak sermaye girişlerini dolayısıyla likiditeyi olumsuz etkileyerek kısa vadeli faizlerin yükselmesine neden olmuştur. Ayrıca, yapısal reformlardaki gecikme ve ek mali önlemlerin alınması konusundaki isteksizlik, IMF tarafından Ekim ayında serbest bırakılması gereken 3. kredi diliminin ertelenmesine yol açarak uluslararası piyasalarda beklentileri olumsuz etkilemiştir. Zaten zayıf olan bankacılık sistemi de program boyunca artan döviz açık pozisyonları nedeniyle daha da kırılgan bir duruma gelmiştir. Bankaların bilançolarındaki kötüye gidiş finansal piyasalara olan güveni azaltarak, programın sürdürülebilirliğine ilişkin endişeleri ortaya çıkarmıştır. Programın güvenilirliğini kaybetmeye başlaması ve bekleyişlerin kötüleşmesinin ardından, Kasım 2000 kriziyle ekonomik program bir darbe daha almış ve Şubat 2001 tarihinde mevcut kur rejimi terk edilerek, döviz kurları dalgalanmaya bırakılmak zorunda kalmıştır. Döviz kurunun değeri bir gün içerisinde iki katına çıkarken, faiz oranları hızla yükselmiş ve Türkiye ekonomisi tarihinin en büyük ekonomik krizini yaşamıştır. Krizle birlikte ekonomik

daralmanın yanı sıra, 1986'dan beri en düşük seviyesine gerileyen enflasyon da tekrar yükselme eğilimine girmiştir (TCMB, 2001b: 1, 2002a: 51 ve DPT, 2005: 136).

2004 Türkiye İktisat Kongresinde Fiyat İstikrarı Çalışma Grubu'nun raporunda, 2000 yılı programının başarı ve başarısızlıklarının fiyat istikrarının sağlanması doğrultusunda çok önemli dersler içerdiği belirtilmektedir. Bu dersler şunlardır (DPT, 2005: 136-137);

- ✓ Türkiye'deki bankacılık sektörünün ne kadar kırılgan bir yapıda olduğu ve bunun da para politikası uygulamasını ne kadar zorlaştırdığı net bir şekilde ortaya çıkmıştır. Bu bağlamda, bankacılık sektörü denetiminin çok daha sistemli ve profesyonelce yapılması gerekliliği ve bankacılık sektörünün sağlam bir yapıya kavuşturulması zorunluluğu anlaşılmıştır.
- ✓ Bekleyişlerin doğru yönetilmesinin önemi ortaya çıkmıştır. Program başında bekleyişler olumlu iken, program hedeflerine ulaşmış ancak, programın devam edip etmeyeceğine yönelik şüpheler artmaya başlayınca, sonu krize kadar giden bir süreç başlamıştır. Bu durum ekonomik programın tüm ekonomik birimlerce güvenilir bulunması ve desteklenmesinin istikrarı sağlamanın olmazsa olmaz koşulu olduğunu ortaya koymaktadır.
- ✓ Bununla birlikte, programın başarılı sayılabileceği enflasyonla mücadele ve mali politikalar da önemli dersler içermektedir. Parasal ve mali disiplin kararlılıkla uygulandığında Türkiye'de enflasyonun düşürülebileceği ve mali yapının düzeltilebildiği görülmüştür. Burada vurgulanması gereken husus, uzun dönemde istikrarın kalıcılığının ekonomik temellerin iyileştirilmesine bağlı olmasıdır.

Özetle, Türkiye'nin 2000 yılı boyunca uygulamış olduğu "döviz kuru çapasına dayalı enflasyonu düşürme programı" yukarıda da ifade edildiği şekliyle 14 ay içerisinde iki kez derin ekonomik krize uğramıştır. 2001 yılının Şubat ayından itibaren krizin daha da derinleşmeye başlaması ve ortaya çıkan güven bunalımı ve istikrarsızlık, temel bir takım tedbirlerin alınmasını ve yeni bir ekonomik programın uygulanmasını gerekli kılmıştır. Nihayetinde, 14 Nisan 2001 tarihinde "Güçlü Ekonomiye Geçiş

Programı (GEGP)” olarak adlandırılan yeni bir istikrar programı, kapsadığı önlemler ve düzenlemeler ile birlikte ekonomiden sorumlu Devlet Bakanı Kemal Derviş tarafından kamuoyuna açıklanmıştır. GEGP’nın temel amaçları madde 27’de şu şekilde açıklanmıştır (Derviş, 2001: 17):

“Yeni programın temel amacı, döviz kuru rejiminin terk edilmesi nedeniyle ortaya çıkan güven bunalımı ve istikrarsızlığı süratle ortadan kaldırmak, bu amaçla eski alışkanlıklara bir daha geri dönülmesine imkân vermeyen yeni ve çağdaş kurumsal yapıları oluşturmak, iktisadi etkinliği sağlayacak yapısal reformları gerçekleştirmek, makroekonomik politikaları enflasyonla mücadelede etkin bir şekilde kullanmak, sürdürülebilir büyüme ortamını temin etmek, kişiler ve bölgeler arası gelir dağılımı bozukluklarını gidermektir.”

Programda bu temel hedefler çerçevesinde;

- ✓ Kamu bankaları ve TMSF (Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu) bünyesindeki bankalar başta olmak üzere bankacılık sektöründe hızlı ve kapsamlı bir yeniden yapılandırma sonucunda mali piyasaların etkin bir biçimde işlemesi ve bankacılık kesimi ve reel sektör arasında sağlıklı bir ilişkinin kurulması,
- ✓ Kamu finansman dengesinin yapısal dönüşümlerle de desteklenerek bir daha bozulmayacak bir biçimde güçlendirilmesi,
- ✓ Dalgalı kur rejimi çerçevesinde enflasyonla mücadeleye dönük aktif bir para politikası uygulanması ve belirsizliklerin azaltılmasıyla enflasyon hedeflemesine geçilmesi ve enflasyonla mücadelenin kesintisiz ve kararlı bir biçimde sürdürülmesi,
- ✓ Kamuda şeffaflık, etkin yönetim ve yolsuzlukla mücadelenin güçlendirilmesi ve tüm bunları sağlayacak ve sağlanan istikrarı kalıcı hale getirecek yapısal unsurların yasal altyapısının oluşturulması öngörülmüştür.

GEGP metninde, 1990-1999 döneminde ekonomide oluşan temel sorunlara detaylı ve gerçekçi bir şekilde değinilmiş ve süregelen krizlerin temel nedenleri, dışsal etkenlere de atıfta bulunulmakla birlikte, özünde; i) sürdürülemez iç borç dinamiği ve ii) başta kamu bankaları olmak üzere mali sistemdeki sağlıksız yapı ve diğer yapısal sorunlara bağlanmıştır. Bu bağlamda, mali disiplinin gerçekleştirilmesi, fiyat istikrarının sağlanmasında olmazsa olmaz bir koşul olarak karşımıza çıktığı belirtilmelidir.

Özetle, GEGP'nda finansal sistemin yeniden yapılandırılarak fiyat istikrarına yönelik maliye, para ve gelirler politikasının izleneceği duyurulmuştur. Ayrıca, yapısal reformlar da, kamu maliyesi ve para programları ile birlikte GEGP'nın 3 temel unsurundan biridir. Diğer taraftan, bu programın en dikkat çekici özelliklerinden birisi para ve kur politikası uygulamasında yeni bir boyuta geçiliyor olmasıdır. Şöyle ki, döviz kuruna dayalı istikrar programının Türkiye tarihinin en derin finansal krizi olan Şubat 2001 krizi ile çökmesi sonucu, döviz kuru çapa özelliğini kaybetmiştir. Dolayısıyla ekonomideki yeni çapanın ne olacağı sorusu gündeme gelmiştir ve alternatif bir rejim arayışına girilmiştir.<sup>58</sup> 2002 yılı sonunda geçilmesi planlanan dalgalı kur rejimi uygulaması bu bağlamda öne alınmıştır. Bilindiği üzere, dalgalı döviz kuru rejimine geçilen 22 Şubat 2001 tarihinden itibaren, döviz kurunun, artık enflasyonist beklentileri hedeflenen enflasyon oranına yönelen bir politika aracı olma işlevini yitirdiği, TCMB tarafından kamuoyuna her fırsatta duyurulmuştur (bkz. Serdengeçti, 2001a).

#### **4.1.4 Kriz Sonrası Para Politikası ve 2002–2005 Dönemi**

Para politikası uygulamalarında kullanılabilen nominal çapalar döviz kuru, enflasyon ve parasal büyüklükler olmaktadır. Kriz sonrası süreçte Türkiye şöyle bir tabloyla karşı karşıyaydı: Döviz kuru çapası, 2000 yılı istikrar programında kullanılmış ve bir bankacılık krizi ile sona erdiğinden tekrar çapa olması için gerekli güven yoktu. Dönemin MB Başkanı Serdengeçti Eylül 2001'de yaptığı konuşmada bu konuda şu sözleri dile getirmiştir: “Güven bunalımı ile çökmüş bir sabit ya da öngörülebilir kur rejiminin yerine aynısını koyarak güveni sağlayamazsınız: İnsanların bir öncekine güvenleri kalmamışsa, bir sonrakine güvenmeleri için de bir nedenleri yoktur.” Bu konu, TCMB tarafından 2 Ocak 2002 tarihli “2002 Yılında Para ve Kur Politikası,

---

<sup>58</sup> Nominal bir çapaya para politikasında üstlendiği görev nedeniyle büyük ihtiyaç duyulmaktadır. Zira çapa, ekonomik karar alma süreçlerinde referans olarak alınan büyüklükleri ifade eder ve her ekonominin bu tür bir referans noktasına mutlaka ihtiyacı vardır. Bu kavram, politika uygulayıcısının bir büyüklük için belli öngörülerini sonrasında, diğer ekonomik birimlerin de bu öngörüye güven duyması ile birlikte, alınan tüm ekonomik kararlarda bu büyüklüğün ve bu büyüklükteki değişimin esas alınmasını, fiyat, ücret artışı, yatırım gibi kararların ve beklentilerin bu politika çerçevesinde şekillendirilmesini ifade eder. Bu tür bir çapaya, diğer bir deyişle politikaya, güvenin olmaması halinde, seçilen büyüklükler bu özelliklerini kaybederler (Serdengeçti, 2002c).

Muhtemel Gelişmeler” başlıklı basın duyurusunda da dile getirilmiş ve çöken bir rejimin yerine kısa sürede aynısını ya da benzerini koymaya çalışmanın, bu rejimlerin “inandırıcılık, kredibilite” gibi unsurlara temelden bağlı oldukları dikkate alındığında hiç de gerçekçi olmadığı, üstelik de son yıllarda pek çok ülkenin bu tür kur rejimlerini terk etmiş ve dalgalı kur rejimine geçmiş oldukları vurgulanmıştır. Tüm bu unsurlar dikkate alınarak yeni dönemde döviz kuru çapası bir alternatif olarak düşünülmemiştir (Serdengeçti, 2001b ve TCMB, 2002b).

İkincil olarak, Türkiye’de daha önce hiç denenmemiş, dünyada giderek artan sayıda ülkede uygulanmaya başlanan ve başarısı kanıtlanmış olan “EH rejimi”ne geçilmesi gündeme gelmiştir. Zaten, GEGP’nda 29. maddede belirtildiği üzere belirsizliklerin azalmasıyla birlikte enflasyon hedeflemesine geçileceği öngörülmüştü. Ancak ikinci bölümde de detaylı bir şekilde değindiğimiz üzere EH stratejisinin birtakım önkoşulları bulunmaktadır. Diğer taraftan, TCMB o dönemde EH stratejisi için önkoşulların henüz yeterli düzeyde oluşmadığını vurgulamıştır. Aynı basın duyurusunda, para politikasında nihai hedefin enflasyon hedeflemesine geçmek olduğu, ancak gerekli ön koşullar tamamlanmadan enflasyon hedeflemesine geçilmesinin rejimin güvenilirliğini daha başlamadan sarsacağı ve bu nedenle enflasyon hedeflemesine geçiş için, para politikasının etkinliğini kısıtlayan unsurların zayıflamasının bekleneceğini vurgulamıştı. Dolayısıyla o dönemde Türkiye’nin elinde geriye tek bir alternatif olarak parasal hedefleme stratejisi kalmıştı. Diğer taraftan aynı basın duyurusunda da ifade edildiği üzere, ileriye yönelik belirsizlikleri azaltmak ve bekleyişleri şekillendirmek amacıyla 2002 yılına parasal hedefleme ile başlanılacağı ve aynı zamanda “gelecek dönem enflasyonu”na odaklanan bir para politikası uygulanacağı belirtilmiştir. Ayrıca, “gelecek dönem enflasyonu”na odaklanan bir para politikasının, aynı zamanda “örtük bir EH” anlamına geldiği ve koşullar oluştuğunda ise açık biçimde EH politikasına geçileceği vurgulanmıştır (TCMB, 2002b).

Türkiye EH’ne açık bir şekilde 2006 yılının başında geçmiştir. Bununla birlikte, Türkiye tüm bu gelişmeler ışığında 2002 – 2004 dönemini “Örtük EH Dönemi”, 2005 yılını da “EH Rejimi İçin Son Hazırlık Dönemi” olarak geçirmiştir. Kutu 1’de *açık*

*enflasyon hedeflemesi (explicit inflation targeting) ile örtük enflasyon hedeflemesi (implicit inflation targeting) arasındaki ayrıma kısaca değinilmiştir. Zira TCMB, Türkiye deneyimleri ışığında, örtük EH ile açık EH rejimlerinin karşılaştırıldığında, her ne kadar her iki rejimin operasyonel çerçevelerinin zamanla birbirine benzemiş görünse ve temel politika araçları kısa vadeli faiz oranları olsa da önemli farklılıklar görüldüğünü ifade etmektedir.*

### **Kutu 1: EH rejimleri (örtük hedefleme-açık hedefleme) arasındaki fark nedir?**

Türkiye deneyimleri ışığında, örtük EH ile açık EH rejimleri karşılaştırıldığında, her ne kadar her iki rejimin operasyonel çerçeveleri zamanla birbirine benzemiş görünse ve temel politika araçları kısa vadeli faiz oranları olsa da önemli farklılıklar görülmektedir.

Örtük EH rejimini açık EH rejiminden ayıran en önemli fark, örtük EH rejiminde ilan edilen hedeflerden bir sapma görülmesi durumunda devreye giren bir hesap verme mekanizmasının oluşturulmamış olmasıdır. Bu rejimin uygulandığı 2002-2005 yılları boyunca, açıklanan yıl sonu enflasyon hedefleri örtük bir şekilde "üst sınır" olarak algılanmış ve enflasyon sürekli belirlenen hedeflerin altında gerçekleşmiş olmasına rağmen bu durum olumlu olarak algılanmıştır. Dolayısıyla, söz konusu dönemde enflasyonun hedeflerin altında kalması, üzerinde kalmasına oranla daha kabul edilebilir bir durum olarak değerlendirilmiştir. Ayrıca, bu dönemde, enflasyonun hedeflerin üzerinde gerçekleşmiş olması durumunda dahi Merkez Bankasının hesap vermesini gerektirecek bir mekanizma bulunmamaktaydı. Diğer taraftan, açık EH rejimine geçilmesiyle birlikte, gerçekleşen enflasyon rakamının sistematik olarak hedefin altında kalmasının olumsuz bir durum olarak değerlendirileceği ve enflasyonun hedefin belirgin olarak üzerinde kalması ya da belirgin olarak altında kalması halinde Merkez Bankasının Hükümete ve kamuoyuna yazılı olarak hesap vereceği ilan edilmiştir. Bir diğer ifadeyle, açık EH rejiminde, hedeften aşağı ya da yukarı yönlü sapmalar aynı şekilde değerlendirilmektedir.

Açık EH rejimini örtük enflasyon hedeflemesinden ayıran bir diğer husus ise, açık enflasyon hedeflemesinde karar alma mekanizmasının kurumsallaşmış olmasıdır. Örtük EH rejimi döneminde para politikası kararları Başkan tarafından alınırken, Para Politikası Kurulunun bir danışma organı olarak görev yaptığı gözlemlenmektedir. Ancak, açık EH rejimine geçilmesiyle birlikte, para politikası kararları, olağan dışı bir durum yaşanmadığı sürece, önceden ilan edilen tarihlerde ve Para Politikası Kurulu tarafından oylama yöntemiyle alınmaya başlamıştır.

Örtük EH döneminin açık EH rejiminden bir diğer farkı ise para politikası uygulamalarının yeterince şeffaf olmamasıdır. Söz konusu dönemde, Para Politikası Kurulunun toplantı takvimi önceden ilan edilmemiş ve alınan kararların gerekçeleri toplantı sonrasında hemen açıklanmamıştır. Buna paralel olarak, bu dönemde iletişim araçlarının da açık EH rejimindeki kadar çeşitlenmediği görülmektedir.

Kısa vadeli faiz oranları her iki rejimde de temel politika aracı olarak kullanılmaktadır. Ancak, örtük EH rejimi dönemi boyunca, ilave bir nominal çapa kullanılmış ve para tabanı için dönemler itibarıyla, enflasyon hedefi ile tutarlı hedefler konulmuştur. Buna rağmen, para politikası kararlarında para tabanı gelişmelerinden ziyade, asıl olarak gelecek dönem enflasyonuna ilişkin gelişmeler belirleyici olmuştur. Bu dönemde, parasal hedefleme ile birlikte gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir para politikası uygulandığı göz önünde bulundurulduğunda, "örtük bir EH" kavramının karşılığı daha iyi anlaşılacaktır.

Bu noktada, burada yapılan karşılaştırmaların Türkiye deneyimleri ışığında yapıldığını ve gerek örtük EH rejimi gerek açık EH rejimi uygulamalarının ülkeden ülkeye önemli farklılıklar gösterebileceğini belirtmekte fayda bulunmaktadır.

**Kaynak:** Bu bölüm, TCMB'nın web sitesinde yer alan "*sıkça sorulan sorular*" bölümünden alınmıştır. Bkz. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/sss.php#ortukenflasyon>

Kriz sonrası süreçte para politikası incelendiğinde, TCMB tarafından Net İç Varlıklar için tavan, Net Uluslar arası Rezerv Değişimi için taban değerler getirilmiş ve

bunlar performans kriteri olarak belirlenmiştir. Döviz kuru çapasının ortadan kalkması nedeniyle, *Para Tabanı* ara hedef ve nominal çapa olarak belirlenerek ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerinin oluşturulmasında bir kriter sağlanması amaçlanmıştır. Diğer taraftan, kriz ortamı ve finansal piyasalardaki hızlı yapısal değişimlerin para talebi ve para tabanı tahminleri konusunda belirsizlikler oluşturması nedeniyle, programın nominal çapası olarak belirlenen para tabanına gösterge niteliğinde dönemsel tavanlar getirilmiştir. Parasallaşmaya gidilmeyeceğinin bir göstergesi ve devalüasyonun enflasyonist etkilerinin sınırlandırılacağına işaret olarak, 2001 yılında para tabanının öngörülen enflasyon ve büyüme oranı çerçevesinde artırılması ve kısa vadeli faizlerin enflasyonist baskıları gidermek için aktif olarak kullanılması benimsenmiştir (TCMB, 2001b: 3-4).

2001 yılında, para tabanı, net iç varlıklar ve net uluslararası rezervlere ilişkin öngörülen hedefler kriz yönetiminin zorluklarına rağmen tutturulmuştur. Diğer taraftan, 2001 yılında gösterge niteliğinde belirlenmiş olan Para Tabanı tavan değerleri, 2002 yılında performans kriterine dönüştürülmüştür (TCMB, 2001b: 18). 2002 yılındaki duyuruda, para tabanının gösterge niteliğinden performans kriterine yükseltilmesinin temel nedeni, enflasyona karşı daha güçlü bir çapa atmak arzusu olarak açıklanmıştır (TCMB, 2002b).

2002 yılında, makroekonomik hedeflerle uyumlu bir parasal genişlemenin ötesine geçmemek ve geçilmeyeceğine ekonomik birimleri ikna etmek amacıyla parasal hedefleme politikası uygulanmıştır. Diğer bir deyişle, ileriye yönelik belirsizlikleri azaltmak ve bekleyişleri şekillendirmek amacıyla MB bilanço kalemi olan para tabanının artışı hedef değişken olarak belirlenmiş ve programın nominal çapası olmuştur. 2002 yılı sonunda bu büyüklüğün yılsonu enflasyon hedefi ve büyüme hızı öngörüsü paralelinde % 40 oranında artması öngörülmüştür. Böylece ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerinin etkilenmesi amaçlanmıştır. Parasal hedeflemeye ek olarak, MB nihai hedefi olan fiyat istikrarı ile tutarlı bir enflasyon hedeflemesine resmi olarak geçmeden “örtük EH” politikası izleyeceğini, gelecekte enflasyonun alabileceği değerleri dikkate alarak kısa vadeli faiz oranlarında değişikliğe gidebileceğini

belirtmiştir. MB, enflasyon ile mücadelede temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanacağını özellikle belirtmiştir (TCMB, 2002c: 14 ve 2002d: 19). Diğer taraftan, 2002 yılı programında, piyasalarca o günün şartlarına göre oldukça iddialı olduğu düşünülen hedefler konulmuş, enflasyon hedefi % 35, faiz dışı bütçe fazlası hedefi GSMH'nin % 6,5'i olarak belirlenmiş, GSMH büyüme oranı ise % 4 olarak öngörülmüştür (TCMB, 2003a).

2001 yılının Ekim ayının ortalarından itibaren olumluya dönüşen beklentiler, 2002 ile birlikte ivme kazanmıştır. 2001 yılı programında belirlenen para ve maliye politikası hedeflerinin tutturulması ve 2002 yılı bütçesinde GSMH'nin % 6,5 oranında faiz dışı fazlanın hedeflenmesi, IMF'den ek dış finansman sağlanması ve Türkiye'nin kredi notunun durağandan olumluya çevrilmesi bu ivmeyi daha da hızlandırmıştır. 2002 yılı Ocak-Mart döneminde enflasyondaki düşüş ile birlikte olumlu beklentiler iyice güçlenmiştir (TCMB, 2002d: 19).

18 Ocak ve 30 Temmuz 2002 tarihli niyet mektuplarıyla performans kriteri olarak belirlenen Para Tabanı ve Net Uluslararası Rezervler ile gösterge niteliğinde belirlenen Net İç Varlıklar'a ilişkin hedeflere ulaşılmıştır. 2001 yılı sonunda TEFE ve TÜFE'de sırasıyla % 88,6 ve % 68,5 olan yıllık enflasyon oranları 2002 yılı sonunda, TEFE'de % 30,8 ile son 16 yılın, TÜFE'de ise % 29,7 ile son 20 yılın en düşük yılsonu seviyesine gerilemiştir. Gerçekleşen enflasyon yılsonu TÜFE artış hedefinin 5,3 puan, TEFE artış öngörüsünün ise 0,2 puan altında kalmıştır. Ayrıca, Merkez Bankası'nın fiyat istikrarı amacı doğrultusunda en güçlü politika aracı olan kısa vadeli faiz oranları, 2002 yılında da çeşitli makroekonomik değişkenlerin gelecek dönem enflasyon gelişmeleri üzerine etkilerini kapsamlı şekilde göz önüne alarak belirlenmiştir. Enflasyondaki olumlu gelişmelere paralel olarak, 2002 yılı içerisinde altı kere faiz indirimine gidilmiş, sonuncusu 11 Kasım 2002'de gerçekleştirilen bu değişikliklerle, 2002 yılı başında % 59 olan gecelik borçlanma faiz oranı % 44'e ve % 62 olan gecelik borç verme faiz oranı ise % 51'e düşürülmüştür (TCMB, 2003b: 1, 4 ve 18). Ayrıca 2001 yılındaki ciddi ekonomik daralmanın ardından, Türkiye ekonomisi yeniden

büyüme sürecine girmiş ve 2002 yılında GSMH ve GSYİH'daki büyüme hedefin oldukça üzerinde olmak üzere % 7,9 olmuştur.

2003 yılında da 2002 yılında olduğu gibi, örtük EH politikasına devam edilmiş, ayrıca para tabanı da ek bir nominal çapa olarak kullanılmıştır (TCMB, 2003c: 1). 2003 yılı enflasyon hedefi, 17 Aralık 2002 tarihli Devlet Bakanlığı ve MB ortak basın duyurusunda açıklandığı üzere, % 20 olarak belirlenmiş, büyüme öngörüsü ise % 5 olarak açıklanmıştır (TCMB, 2003a). 2003 yılında da daha önceki dönemde olduğu gibi, tüm parasal performans kriterleri ve gösterge niteliğindeki hedeflere ulaşılmıştır. Ayrıca, 2003 yılında, belirgin bir iç talep artışının gözlenmemesi, enflasyon beklentilerinde düşüş eğiliminin devam etmesi ve dışsal belirsizliklerin büyük ölçüde ortadan kalkması, ekonomik programın uzun vadeli bir bakış açısıyla kararlılıkla uygulanmaya devam edileceği, mali disiplinden ve yapısal reformlardan sapma olmayacağı temel varsayımları altında 25 Nisan 2003 tarihinde % 44 seviyesinde olan MB gecelik borçlanma faizi, kademeli olarak indirilmiş, 17 Mart 2004 itibariyle % 22 seviyesine düşürülmüştür (TCMB, 2004: 26-27). 2003 yılı için konulan % 20'lik TÜFE enflasyonuna da ulaşılmış ve enflasyon % 18,4 olarak gerçekleşmiştir. Büyüme ise yine hedefin üzerinde olmak üzere % 5,9 olarak gerçekleşmiştir.

2002 ve 2003 yıllarında yaşanan sürecin en önemli özelliklerinden birisi düşen enflasyonla birlikte yüksek büyüme hızlarına ulaşılmasıdır. Bir diğer önemli husus ise, 2002 ve 2003 yıllarında öngörülen enflasyon hedeflerinin tutması ile gerek 2004 yılı gerekse sonrası için, enflasyon hedefinin güvenilir bir nominal çapa olma özelliğinin önemli ölçüde artmış olmasıdır. Diğer bir ifadeyle enflasyon hedefi, ekonomik birimlerin hem yatırım hem de tüketim kararlarını alırken geleceğe yönelik belirsizlikleri giderebilmek için kullanabilecekleri önemli bir referans büyüklük haline gelmiştir (TCMB, 2004c: 1).

2004 yılına girildiğinde enflasyon beklentileri de iyice gerilemiş ve 2004 için TÜFE enflasyonu % 12 olarak hedeflenmiştir. 2002 ve 2003 yılında enflasyon beklentileri ile hedef arasındaki fark sırasıyla 13,3 ve 4,9 puan iken 2004 yılında bu fark 1,1 puana düşmüştür (bkz. tablo 4.2). Bu bağlamda, son üç yıldır süregelen

enflasyondaki düşüş süreci 2004 yılında da devam etmiş ve daha önceki iki yılda olduğu gibi TÜFE enflasyonu hedeflenen seviyenin altında gerçekleşerek % 9,3 olmuştur. 2004 yılı Aralık itibariyle, TCMB tarafından yakından takip edilmekte olan parasal performans kriteri ve gösterge niteliğindeki hedeflere de ulaşılmış ve büyüme de yine beklentilerin oldukça üzerinde olmak üzere % 9,9 olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılında da bu olumlu süreç devam etmiş ve enflasyon hedefi tek haneli rakamlara inerek % 8 olarak ortaya konmuştur. Güvenilirlik farkı da 0,4 puana düşmüştür. 2005 yılsonu itibariyle TÜFE enflasyonu % 7,72 ile hedefin altında gerçekleşmiştir.

**Tablo 4.2 Yıl Sonu Enflasyon Hedefi, Enflasyon Bekleyişleri ve Güvenilirlik Farkı (Aralık 2005 İtibariyle, %)**

	2002	2003	2004	2005
<b>Hedef</b>	35	20	12	8
<b>Yılın Başında Bekleyişler</b>	48,3	24,9	13,1	8,4
<b>Güvenilirlik Farkı</b>	+ 13,3	+ 4,9	+ 1,1	+ 0,4
<b>Gerçekleşme</b>	29,7	18,4	9,3	7,7

**Kaynak:** Serdengeçti (2005a: 4), TCMB web sitesi.

TCMB, 20 Aralık 2004 tarihinde 2005 yılında izleyeceği para ve kur politikasına ilişkin stratejisini kamuoyuna duyurmuştur. Para politikasının şeffaflığının artırılması yönünde önemli bir adım olan bu duyuru, aynı zamanda Şubat 2001 krizinin ardından yürürlüğe konulan ekonomik programın para ve kur politikası uygulamalarının tutarlılığını teyit eden bilgiler içermesi açısından da önem arz etmektedir. Buna ek olarak, bu duyuruda 2006 yılı başında fiyat istikrarı hedefinin güvenilirliğini artıracak olan açık EH stratejisine geçileceği de kamuoyu ile paylaşılmıştır. Aynı duyuruda, 2005 yılının da geçiş dönemi olacağı ilan edilmiştir (TCMB, 2005b: 2 ve 19).

TCMB, rejimin önkoşullarının büyük ölçüde sağlanmış olmasına rağmen, 2005 yılında enflasyon hedeflemesine geçilmemesini ve 2005 yılının rejime geçiş için son hazırlık dönemi olarak ilan edilmesinin iki temel nedeni olduğunu vurgulamıştır. Buna göre; birinci temel neden, TL'den altı sıfır atılmasıyla gerçekleştirilen para reformu olarak açıklanmıştır. TCMB'na göre bu reform, Merkez Bankası'nın örtük EH sürecinde elde ettiği kazanımlara ve bu kazanımların kalıcılığına duyduğu güvenin göstergesi olmuş ve para politikalarının kredibilitelerini daha fazla artırmıştır. İkinci

temel neden ise, TÜİK tarafından yeni fiyat endekslerinin oluşturulması olarak gösterilmiştir. TCMB söz konusu dönemde yani geçiş yılında, Merkez Bankası'nın teknik kapasitesinin güçlendirildiğini, organizasyon yapısının yenilendiğini, kurum içi görev tanımlarının netleştirildiğini ve faiz kararlarında dikkate alınacak veri setinin genişletildiğini ifade etmiştir. Ayrıca, faiz kararlarının zamanlaması ve yönünün daha şeffaf ve tahmin edilebilir olmasını temin etmek amacıyla, Para Politikası Kurulu'nun önceden ilan edilen tarihlerde toplanmaya başladığı duyurulmuştur. Son olarak, şeffaflık, hesap verebilirlik ve kamuoyu ile iletişim yönünde önemli adımlar atıldığı ve bu kapsamda Para Politikası Kurulu kararlarının gerekçelerinin toplantı sonrasında hemen yayımlanmasına başlandığı ifade edilmiştir. TCMB'na göre, bütün bu gelişmeler, EH rejimine geçilmesi için ön koşulların büyük oranda sağlandığına ve kurumsal ve teknik alt yapının oluşturulduğuna işaret etmiştir.<sup>59</sup> Ayrıca para politikasının daha da kurumsallaşması yönünde atılan adımlar, para politikası stratejisi uygulamasını enflasyon hedeflemesi rejimine bir kademe daha yaklaştırmıştır (TCMB, 2005a: 3).

TCMB en son olarak 5 Aralık 2005 tarihinde yayımladığı ve *temel politika metni*<sup>60</sup> olarak nitelendirdiği basın duyurusu ile EH rejiminin genel çerçevesini ve 2006 yılında uygulanacak para ve kur politikasını kamuoyuna duyurmuştur (bkz. TCMB, 2005a). 36 sayfalık politika metninde, EH rejiminin genel bir tanımlaması yapılarak, Türkiye'de uygulanacak EH rejiminin genel çerçevesi sunulmuştur. Bu bağlamda, politika metninde enflasyon hedefi ve hedefleme süresi, hedefin yorumlanması, hedeften sapma ve hesap verme, EH rejiminde kamu kesiminin rolü, EH rejimi ve IMF şartlılığı ve karar alma süreci gibi teknik konulara yer verilmiştir.

---

<sup>59</sup> TCMB web sitesi, Sıkça Sorulan Sorular: "Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamasına ülkemiz neden 2006 yılında geçmiştir?" Erişim: <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/sss.php>

<sup>60</sup> Bkz. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/temelpolitika.html>

## 4.2 Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Operasyonel Çerçevesi<sup>61</sup>

TCMB, bir önceki kısımda da değindiğimiz üzere, rejimin önkoşullarının büyük ölçüde sağlandığını belirterek Ocak 2006 itibariyle açık EH uygulamasına geçmiştir. TCMB, bu rejim ile birlikte, son yıllardaki “düşen enflasyon” sürecinden “fiyat istikrarı” sürecine doğru ilerlemeyi planlamıştır.

TCMB, 5 Aralık 2005 tarihli temel politika metninde, Türkiye’de EH rejiminin ana çerçevesini oluştururken, bu rejimi uygulayan 20’yi aşkın gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin deneyimlerinden faydalandığını belirtmiştir. MB incelenen ülke örneklerinin, tarihsel, kültürel, ekonomik ve siyasal farklılıklar nedeniyle, “her ülkeye uygun tek ve en iyi uygulama” olmadığını gösterdiğini ifade ederek, bundan dolayı EH rejimi çerçevesinde genel bir yapı oluştururken Türkiye’ye özgü bir modelin oluşturulması gerektiğini vurgulamıştır. MB ayrıca, dünyadaki ülke deneyimlerinin, EH rejiminin para politikasındaki bir “son” olmadığını; aksine “kesintisiz bir gelişme” sürecinin bir parçası olduğunu gösterdiğini belirtmiştir (TCMB, 2005a: 4). Bu bağlamda, bu bölümde Türkiye’deki EH rejiminin operasyonel çerçevesi kısaca özetlenecektir.

Türkiye’de, bu bağlamda, toplum tarafından kolay takip edilebildiği ve günlük yaşam maliyetini iyi ölçen bir gösterge olduğu için enflasyon hedefinin TÜFE üzerinden tanımlanması uygun görülmüştür. Buna göre, yılsonu hedefi, 2003 temel yıllık TÜFE’nin yıllık yüzde değişimi ile hesaplanan yılsonu enflasyon oranıdır. Diğer taraftan, TCMB, para politikasının denetiminde olmayan unsurların TÜFE’de zaman zaman öngörülme yen hareketler yarattığını belirterek, oluşturulan ÖKTG (Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri)’nin analizlerinin ve iletişim politikasının bir parçası olacağı olacağını vurgulamıştır. Bununla; enflasyonun ana eğilimlerinin daha iyi anlaşılabilmesi ve para politikalarının denetiminde olmayan unsurlardan arındırılması amaçlanmıştır. Buna ek olarak, kolay anlaşılabilirdiği, iletişim açısından avantajlı olduğu

---

<sup>61</sup> Bu bölümün yazılmasında; TCMB (2005a), Serdengeçti (2005a), Yılmaz (2006a) ve TCMB (2006b)’dan yararlanılmıştır.

ve beklendiği yönlendirilmede etkili olduğu gerekçesiyle enflasyon hedefi “**nokta hedef**” olarak belirlenmiştir. Hedefleme süresi olarak da, enflasyon hedeflerinin içsel tutarlılığını ve diğer makroekonomik öngörülerle uyumunu artıracığı için **üç yıllık bir hedef patikası** belirlenmiştir. Zira 2006 yılından itibaren üç yıllık bütçe uygulaması başlamıştır. Katılım Öncesi Ekonomik Program ve üç yıllık bütçe planlarıyla uyumlu olarak, 2006, 2007 ve 2008 için yılsonu enflasyon hedefleri sırasıyla % 5, % 4 ve % 4 olarak açıklanmıştır. 2009 yılsonu hedefi ise 2006 yılı içerisinde açıklanmış ve % 4 olarak belirlenmiştir.

TCMB, temel politika metninde **hedeflerin nasıl yorumlanması gerektiğini** de belirtmiştir. Bilindiği üzere, 2002-2005 yılları arasında enflasyon hedefleri dört yıl üst üste belirlenen hedeflerin altında kalmıştır. Ancak MB, kronik enflasyondan fiyat istikrarına giden yolda bunun kabul edilebilir bir durum olduğunu ifade etmiştir. Enflasyonun düşük seviyelerde istikrara kavuştuğu normal şartlar altında, gerçekleşen enflasyon rakamının sistematik olarak hedefin altında kalmasının ise olumsuz olarak değerlendirilebileceği belirtilmiştir. Dolayısıyla 2001-2005 döneminde kronik enflasyonist ortamdan tek haneli rakamlara giderken temel amaç yüksek enflasyonu düşürmek olduğundan, hedeflerin altında kalmasının beklediği olumsuz etkilemediği; aksine enflasyondaki düşüşün süreceğine ilişkin algılamaları kuvvetlendirdiği ifade edilmiştir. Dolayısıyla, söz konusu dönemde enflasyonun hedeflerin altında kalması durumu, hedeflerin üzerinde kalmasına oranla daha kabul edilebilir bir olarak değerlendirilmiştir. Bu çerçevede Merkez Bankası'nın ilan ettiği hedeflerin, örtük bir şekilde “üst sınır” olarak algılandığı ifade edilmiştir. Bununla beraber, bu durumun 2006 yılında değişeceği ve bu yeni dönemde enflasyonun hedefin altında kalmasından ziyade, hedefin tutarlı olmasının amaçlandığı vurgulanmıştır. Buna göre MB tarafından, hedeften aşağı ya da yukarı yönlü sapmaların aynı şekilde değerlendirileceği belirtilerek, hedefin belirgin olarak altında kalmasının belirgin olarak üstünde kalması kadar önem taşıyacağı ve bunun nedenlerinin kamuoyuna açıklanacağı vurgulanmıştır.

MB, hedef enflasyonun, TÜFE gibi kapsamlı bir endeksle ölçülmesi ve ekonomideki veri ve model belirsizliği gibi nedenlerle, gerçekleşen enflasyonun nokta hedeften en ufak bir sapma göstermeyeceği taahhüdünü vermesinin mümkün olmadığını açıklamış, ancak bu durumun hesap vermeme anlamına gelmediği vurgulanmıştır. Bu kapsamda, **hedeften sapma** ve **hesap verme** konuları MB tarafından açık bir şekilde açıklanmıştır. Buna göre, herhangi bir dönemde, enflasyon gerçekleştirmelerinin ya da tahminlerinin hedeflerden sapma gösterdiği veya sapma olasılığının ortaya çıktığı durumların iki şekilde değerlendirileceği kamuoyuna duyurulmuştur:

- a) Hedeften belirgin bir sapma olması durumunda; sapma nedenleri raporlar aracılığıyla kamuoyuna açıklanacaktır.
- b) Hedeften aşırı sapma olması durumunda ayrı bir mekanizma işleyecektir. Zira MB Kanunu'nun 42. maddesinde, "Banka, belirlenen hedeflere ilan edilen sürelerde ulaşamaması ya da ulaşamama olasılığının ortaya çıkması halinde, nedenlerini ve alınması gereken önlemleri Hükümete yazılı olarak bildirir ve kamuoyuna açıklar." hükmü yer almaktadır. Söz konusu madde, hesap verebilirliği sağladığından, EH rejimi çerçevesinde titizlikle uygulanacaktır.

Bu noktada, hedeften ne kadarlık bir sapmanın açıklama yapmayı gerektirdiği sorusu gündeme gelmektedir. Bunun için de sapmanın düzeyinin belirlenmesi gerekmektedir. Bu ise bizzat bir "**belirsizlik aralığı**"nın ifade edilmesi anlamına gelmektedir. Bu kapsamda MB tarafından, sapmaların tespitine yönelik mekanizma olarak bir belirsizlik aralığı oluşturulmuştur. Bu aralık, geçici dışsal şoklar karşısında makroekonomik dalgalanmaların en aza indirilebilmesi açısından nokta hedefin etrafında bir referans olarak tanımlanmıştır. Diğer taraftan MB şu hususları vurgulamıştır: i) Bu "bant" hedeflenmesi gibi algılanmamalıdır, ii) Para politikasının gevşetileceği anlamına gelmemektedir, iii) Her iki yönde aşırı sapma eşikleri için sadece gösterge niteliğindedir, iv) Hedeften aşağı ve yukarı yönlü sapmalar eşit ölçüde değerlendirilecektir, v) İleride, fiyat istikrarına daha da yakınsamasıyla belirsizlik aralığının daralması söz konusu olabilecektir. Tüm bu bilgiler ışığında MB tarafından, 2006 yılı belirsizlik aralığı, her iki yönde 2 puan olarak belirlenmiştir. 2007 yılına ilişkin belirsizlik aralığı da 13 Aralık 2006 tarihli "2007 Yılında Para ve Kur Politikası"

başlıklı basın duyurusunda yine 2 puan olarak belirlenmiştir. 2006 ve 2007 yılına ilişkin yılsonu hedefi ile tutarlı enflasyon patikası ve etrafındaki belirsizlik aralıkları aşağıdaki tabloda sunulmaktadır. Bu aralıkların dışına çıkılması durumunda, MB bunun nedenlerini ve alınması gereken önlemleri ayrı bir raporla Hükümete sunacağını ve bu raporu kamuoyu ile paylaşacağını bildirmiştir.

**Tablo 4.3 Yılsonu Hedefi İle Tutarlı Enflasyon Patikası ve Belirsizlik Aralığı**

	<b>Mart 2006</b>	<b>Haziran 2006</b>	<b>Eylül 2006</b>	<b>Aralık 2006</b>
<b>Belirsizlik aralığı üst sınırı</b>	9.4	8.5	7.8	7.0
<b>Hedefle Tutarlı Patika</b>	<b>7.4</b>	<b>6.5</b>	<b>5.8</b>	<b>5.0</b>
<b>Belirsizlik Aralığı Üst Sınır</b>	5.4	4.5	3.8	3.0
	<b>Mart 2007</b>	<b>Haziran 2007</b>	<b>Eylül 2007</b>	<b>Aralık 2007</b>
<b>Belirsizlik aralığı üst sınırı</b>	11.2	8.7	7.3	6.0
<b>Hedefle Tutarlı Patika</b>	<b>9.2</b>	<b>6.7</b>	<b>5.3</b>	<b>4.0</b>
<b>Belirsizlik Aralığı Üst Sınır</b>	7.2	4.7	3.3	2.0

**Kaynak:** TCMB (2005a: 7) ve Yılmaz, (2006c: 2).

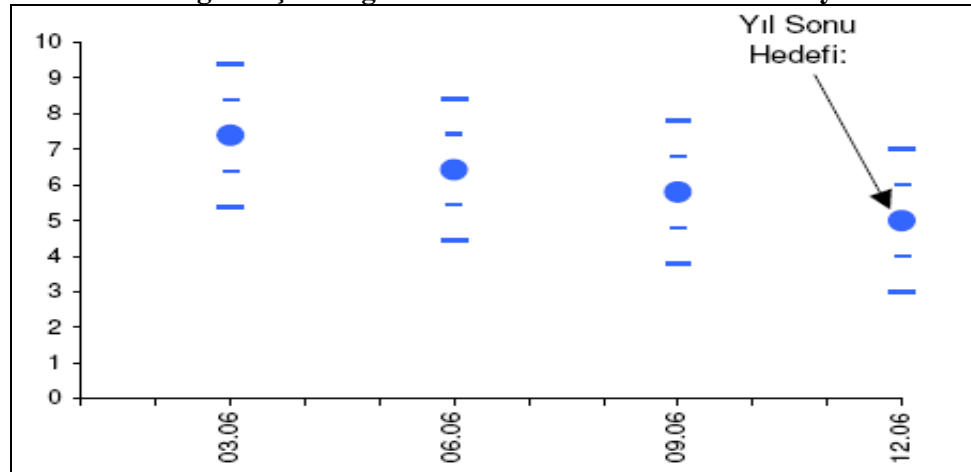
MB politika metninde ayrıca, **hedeflerin değiştirilme koşullarına** da yer vermiştir. Buna göre, olağanüstü dönemler hariç, hedeflerin değiştirilmemesinin esas olduğu ifade edilmiş. Ancak, para politikasının denetimindeki unsurlar nedeniyle; hedeften çok büyük ve uzun süreli sapmalar görüleceğinin belirlenmesi ve orta vadeli hedeflerin anlamsız kalması durumlarında hedefin değiştirileceğini duyurmuştur. MB, buna ek olarak **hedefin tayini** konusuna da açıklık getirmiş ve yeni hedefin, yasa gereği hükümet ile beraber belirleneceğini belirtmiştir. Bunlara ek olarak, **geçici şokların** enflasyon hedeflerini değil ama kısa vadeli tahminleri değiştireceği ifade edilmiştir. Böyle bir durumda, ekonomik birimler için referans alınması gereken değer, kısa vadede enflasyon tahminleri, orta vadede ise enflasyon hedefi olacağı belirtilmiştir.

**Orta vadeli bakışın yaygınlaşması** ise bir diğer önemli konu olarak ele alınmıştır. “Belirsizlik aralığı” ile “orta vadeli bakış” arasında yakın bir ilişki olduğu vurgulanmaktadır. Buna göre, orta vadede önemli olan, enflasyondaki geçici

dalgalanmalar değil, enflasyonun kademeli olarak aşağı inerek istikrara kavuşmasıdır. MB, büyük dışsal şokların enflasyon üzerindeki geçici nitelikteki etkilerine tepki verilmeyeceğini, politika tepkisinin zamana yayılacağını belirterek, enflasyonu hedeften uzaklaştıran bir şokun hangi oranda kalıcı, hangi oranda geçici nitelik taşıdığını kamuoyuna anlatacağını duyurmuştur. Bu bağlamda, hedeften uzaklaşıldığı dönemlerde uzaklaşma nedenleri, tekrar hedefe yakınsama zamanlaması ve izlenecek politika konusunda da kamuoyunun bilgilendirileceği ifade edilmiştir.

Temel politika metninde değinilen bir diğer konu, IMF şartlılığına ilişkindir. Buna göre, 2006 yılı başında EH rejimine geçilmesiyle birlikte, “**IMF Programı Şartlılığı**” kapsamında; Net Uluslararası Rezervlerin performans kriteri olmayı sürdüreceği, ancak Para Tabanı performans kriterinin ve Net İç Varlıklar göstere hedefinin yerlerini “enflasyon gözden geçirme kriterleri”nin alacağını duyurmuştur. Bu çerçevede, 2006 yılından itibaren, program çerçevesinde IMF ile gözden geçirmelerde kullanılmak üzere her yılın başında yılsonu hedefi ile tutarlı bir patika oluşturulacağı belirtilmiştir. Yılsonu hedefi ile tutarlı bu patika 2006 yılı Mart, Haziran, Eylül ve Aralık ayları için hesaplanmış ve bu rakamlar Niyet Mektubu’nda yer almıştır. Bu patika oluşturulurken, baz etkisi ve mevsimsellik gibi unsurların göz önünde bulundurulduğu ifade edilmiştir.

**Grafik 4.8 Program Şartlılığı: Yılsonu Hedefi ile Tutarlı Enflasyon Patikası\***



**Kaynak:** TCMB (2005a: 12).

\* İç Aralık:  $\pm 1$  yüzde puan, Dış Aralık:  $\pm 2$  yüzde puan.

Grafik 4.8'den de görüldüğü üzere, hedefle tutarlı patikanın etrafında gözden geçirme kriterleri oluşturulmuştur. Enflasyon gerçekleştirmelerinde üç aylık dönemler itibarıyla bu patikadan sapma eğer 1 puan ise; gözden geçirmelerde IMF teknik elemanları ile görüşülmesinin söz konusu olacağı ve bu durumda sapmanın nedenlerinin, yayımlanan raporlarda kamuoyuna açıklanacağı duyurulmuştur. Sapma 2 puan ise; program şartlılığı ihlal edilmiş olduğu için alınması gereken önlemlerin açıklanacağı ve bu açıklamanın IMF'ye de sunulacağı, böylece bu konudaki şeffaflığın tesis edilmiş olacağı duyurulmuştur. Son olarak, program şartlılığının para politikasının üç aylık dönemlere odaklandığı anlamına gelmediği ve para politikası kararlarında orta vadeli yaklaşımın devam edeceği vurgulanmıştır.

**Karar alma süreci** de, MB tarafından değinilen bir diğer önemli husustur. Buna göre, EH rejimi çerçevesinde, Para Politikası Kurulunun (PPK) artık “tavsiye veren” konumundan “karar alıcı” konuma geçeceği ifade edilmiştir. Yasa gereği, PPK'nun aylık olarak toplanmaya devam edeceği ve olağanüstü koşullarda ek toplantı yapılacağı duyurulmuş ve toplantı tarihlerinin de önceden kamuoyuna ilan edileceği ifade edilmiştir. Ayrıca, faiz kararlarının, gerekçesiyle birlikte toplantı tarihinde 17.00 – 19.00 arasında basın duyurusu ile ilan edileceği ve Merkez Bankası'nın internet sitesinde yayımlanacağı duyurulmuştur.

EH rejiminde, **Enflasyon Raporu**'nun **temel iletişim aracı** olacağı ve üç ayda bir yayımlanacağı belirtilerek, para politikası raporunun artık yayımlanmayacağı da duyurulmuştur. Ayrıca PPK toplantı özetlerinin de önemli bir iletişim aracı olacağı ifade edilmiştir. Bu kapsamda, para politikası kararının hemen ardından faiz kararı ile birlikte gerekçesini özetleyen kısa bir metnin yayımlanacağı belirtilmiştir. PPK'nun değerlendirmelerini ve enflasyonun görünümüne yönelik duruşunu özetleyen metnin ise toplantı sonrası 5 iş günü içinde yayımlanacağı duyurulmuştur.

### 4.3 Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşullarının Sağlanma Derecesi

Bu bölümde, TCMB tarafından da 2005 yılsonu itibariyle büyük ölçüde sağlandığı *ileri sürülen* EH rejiminin önkoşulları detaylı bir şekilde değerlendirilmiştir.

#### 4.3.1 Merkez Bankası Bağımsızlığı ve Fiyat İstikrarının Öncelikli ve Tek Hedef Olması

Daha önceki bölümlerde de belirttiğimiz gibi, EH rejiminin en önemli önkoşullardan birisi MB bağımsızlığının sağlanmasıdır. Burada MB bağımsızlığı ile özellikle “araç bağımsızlığı” kastedilmektedir. 14.1.1970 tarihli ve 1211 sayılı TCMB kanununda, bu bağlamda, 25 Nisan 2001 tarihinde çok önemli değişikliklere gidilmiştir. TCMB kanununun “Temel görev yetkiler” başlığı altındaki madde-4 TCMB tam bir araç bağımsızlığı elde edecek şekilde değiştirilmiştir. Bu bağlamda, Türkiye’de para politikası alanında elde edilmiş en büyük kazanımın ‘MB bağımsızlığı’ olduğu söylenebilir. İlgili madde aşağıda yer almaktadır.<sup>62</sup>

##### *Temel görev ve yetkiler*

*Madde 4- (25.4.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli)*

*Bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Banka, fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler. Banka, fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler.*

Dolayısıyla, TCMB bu yasa değişikliği ile para politikası uygulamalarında tek yetkili ve sorumlu olmuş ve bu görev yetkilerini kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak kullanabilme olanağı elde etmiştir. Rejimin diğer bir önkoşulu olan tek hedefin olması konusunun da bu yasa ile sağlandığı görülmektedir. Maddedeki “*Banka, fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler*” ifadesi bunu göstermektedir. Bu madde ile açık bir şekilde fiyat istikrarına öncelik verildiği, ancak fiyat istikrarı ile uyumlu olduğu sürece başka bir hedefin de desteklenebileceği ifade edilmiştir. Bu kapsamda, 22 Şubat 2001 tarihinde TCMB sabit kur sistemini terk ederek, kurları dalgalanmaya bırakmıştır. Zira bilindiği

<sup>62</sup> Erişim: <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/kanun.html>

üzere, sabit kur siteminde döviz kuru hedefi ile enflasyon hedefinin aynı anda tutturulması güçleşmekte ve olası bir sapma durumunda kredibilite kaybına yol açmaktadır.

Bunlara ilaveten, TCMB'nin kuruluş şekline bakıldığında, bankanın 1930 yılında 1715 sayılı kanunla anonim bir şirket olarak kurulduğu görülmektedir. TCMB'nin anonim bir şirket olarak kurulmasının nedeni, para ve kredi politikaları uygulamalarında politik baskının önlenmesi olmuştur (Gökbudak, 1996: 35). İlgili kanun maddesi en son değişiklikler ile aşağıdaki gibidir:

***Kuruluş ve unvan***

***Madde 1- (21.4.1994 tarih, 3985 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli)***

*Türkiye'de banknot ihracı imtiyazına münhasıran sahip ve bu Kanunda yazılı görev ve yetkileri haiz olmak üzere "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası" unvanı altında anonim şirket olarak bir banka kurulmuştur...*

Yukarıdaki madde, para politikasına ilişkin kararları hiçbir baskı altında kalmadan alan bağımsız bir merkez bankasına sahip olma isteğini göstermektedir. Ancak, anonim şirket olarak kurulmuş TCMB'nin hisselerinin yarısından fazlasına Hazine Müsteşarlığı'nın sahip olmasının, TCMB'nin para politikalarında politik baskıdan uzak kalmasına engel olabileceği düşünülmektedir (Tutar, 2005: 27). Bununla birlikte, özetle, TCMB'nin EH rejiminin ön koşulları olan MB bağımsızlığı ve fiyat istikrarı hedefinin öncelikli ve tek hedefi olması koşullarını sağladığı görülmektedir.

#### **4.3.2 Türkiye'de Şeffaflık, Hesap Verebilirlik ve İletişim Politikaları**

EH rejiminin temel önkoşullarından olan şeffaflık ve hesap verebilirlik konusunda da TCMB'nin çok önemli aşamalar kaydettiği görülmektedir. İkinci bölümde de ifade edildiği gibi, merkez bankalarının bağımsızlığının sonucu hesap vermektir. Hesap verebilir olmak, merkez bankasının aldığı kararlardan ve bunların sonuçlarından topluma karşı sorumlu olması anlamına gelmektedir. Tüm bunlar, şeffaflığı ve etkin bir iletişim politikasını bağımsızlık ve hesap verebilirliğin önemli bir parçası haline getirmektedir (Yılmaz, 2006b: 3). İletişim burada; politika, bilgi, öngörü

ve risklerin şeffaf bir şekilde doğrudan kamuoyu ile paylaşılması anlamındadır. İyi bir iletişim sayesinde MB politikaları, anlaşılabilir, değerlendirilebilir ve öngörülebilir kılınmaktadır ve böylece belirsizlikler azalarak güvenilirlik artmaktadır (Serdengeçti, 2005b: 9). Tüm bunlar kapsamında, TCMB kanununun 42. maddesinde 2001 yılında yapılan değişiklikler ile bu konuya yönelik düzenlemelerin yer verildiği görülmektedir. 42. madde aşağıda yer almaktadır:

***Özel denetim ve kamuoyunun aydınlatılması***

***Madde 42-*** (25.4.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli)

*Başbakan, Bankanın işlem ve hesaplarını denetlettirebilir. Başbakanlık bu hususta her türlü bilgiyi Bankadan isteyebilir. Banka, bilânço, kar ve zarar hesaplarını bağımsız denetim kuruluşlarına denetlettirebilir.*

*Başkan (Guvernör) tarafından, Banka faaliyetleri ile uygulanmış ve uygulanacak olan para politikası hakkında her yıl nisan ve ekim aylarında Bakanlar Kuruluna rapor sunulur. Banka, faaliyetlerine ilişkin olarak, yılda iki defa Türkiye Büyük Millet Meclisi Plan ve Bütçe Komisyonunu bilgilendirir.*

*Banka, para politikası hedefleri ve uygulamalarına ilişkin dönemsel raporlar hazırlar ve kamuoyuna duyurur. Raporların hangi dönemler itibarıyla hazırlanacağı, kapsamı ve açıklanma usulü Bankaca belirlenir. Banka, belirlenen hedeflere ilan edilen sürelerde ulaşılamaması ya da ulaşılamama olasılığının ortaya çıkması halinde, nedenlerini ve alınması gereken önlemleri Hükümete yazılı olarak bildirir ve kamuoyuna açıklar.*

42. madde de görüldüğü üzere, para politikası hedeflerine ulaşılamaması durumunda TCMB bunun nedenlerini hükümete ve kamuoyuna açıklamak durumundadır. Ayrıca, aynı kanun değişikliği ile her yıl Nisan ve Ekim aylarında Bakanlar Kuruluna, TCMB'nin faaliyetleri ve para politikası uygulamalarına ilişkin rapor sunulması ve TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu'nun yılda iki defa bilgilendirilmesi kanunlaşmıştır.

Bunlara ilaveten, EH rejimine geçiş için son hazırlık dönemi olarak ilan edilen 2005 yılında, para politikasının daha da kurumsallaşması yönünde atılan adımlar, para politikası stratejisi uygulamasını EH rejimine bir kademe daha yaklaştırmıştır. Söz konusu dönemde, Para Politikası Kurulu (PPK) toplantıları önceden belirlenen ve kamuoyuna ilan edilen tarih ve saatte yapılmaya ve faiz kararları bu toplantılardan sonra ve toplantıdaki görüşler de dikkate alınarak takip eden işgünü saat 9.00'da açıklanmaya

başlanmıştır. Kararların ardından ise, PPK üyelerinin de görüşlerini içeren ve kararın gerekçesi niteliğinde bir metin gecikmeksizin yayımlanmaya başlanmıştır. Bu metinler sadece mevcut kararı gerekçelendirmekle sınırlı kalmamış, faiz oranlarına ilişkin kararların gelecekte izleyeceği seyre ilişkin sinyaller de vermiştir. Yine bu dönemde kurum içinde organizasyon yapısı yenilenmiş ve para politikasına ilişkin görev tanımları netleştirilmiştir (TCMB, 2005a: 2).

TCMB, ayrıca, 2005 yılı sonuna kadar, enflasyon gelişmeleri, arz-talep gelişmeleri, mali piyasalar ve para politikasına ilişkin gelişmeler, kamu maliyesi ve genel ekonomik görünüm olmak üzere çok kapsamlı değerlendirmelerin yer aldığı *para politikası raporları* yayımlamıştır. Enflasyon hedeflemesine geçilen 2006 yılı ile beraber ise üç ayda bir olmak üzere yılda 4 kez *enflasyon raporları* yayımlamaya başlamıştır. Enflasyon raporlarında; para politikasında yer alan bu değerlendirmelere ek olarak, orta vadeli öngörüler ve uluslararası ekonomik gelişmelere de yer verilmektedir. 2006 yılında, PPK tarafından alınan faiz kararı, gerekçesiyle birlikte aynı gün saat 17.00 ile 19.00 arasında TCMB tarafından bir basın duyurusu ile açıklanmaya ve TCMB'nin internet sitesinde yer almaya başlamıştır. TCMB, tüm bunlara ek olarak yıllık rapor, bağımsız denetim raporları, finansal istikrar raporu ve haftalık basın bültenleri de yayımlamaktadır. TCMB çeşitli konferanslar da vererek kamuoyunu mümkün olduğunca bilgilendirmeye çalışmaktadır. Ayrıca, 2002 yılında TCMB bünyesinde iletişim Genel Müdürlüğü'nün kurulması ile MB iletişim stratejisinin EH rejiminin de gerektirdiği gibi kurumsal bir yapıya kavuşturulması yönünde önemli bir adım atılmıştır.

Sonuç olarak, 2001'den itibaren olan süreçte para politikasının öngörülebilirliği önemli ölçüde artmış, kurumsal altyapı, şeffaflık, hesap verebilirlik ve iletişim politikaları konusunda çok önemli adımlar atılmıştır. TCMB'nin bu konular itibarıyla, dünyada EH uygulayan merkez bankaları arasında da ön sıralarda yer aldığı söylenebilir.

### 4.3.3 Türkiye’de Mali Baskılık

Türkiye’deki enflasyonun temel nedenleri arasında; bütçe açıkları ve bu açıkların finansman yöntemi ile kamu maliyesindeki disiplinsizliğin olduğu yönünde bir görüş birliği bulunmaktadır (Saçkan, 2005: 22). Kamu bütçe dengesi çevresinde oluşan bir dengesizlik, yani bütçe açığı ve bunun finansman şekli, doğrudan ve bekleyişler yoluyla dolaylı olarak enflasyon üzerinde etkili olmaktadır. Diğer taraftan, bütçe finansman yöntemlerinden iç borçlanma ve / veya MB kaynaklarına başvurmanın kolay olması; daha uzun süreli kullanılabilmesi ve kısa vadede sosyal maliyetinin düşük olabilmesi gibi nedenlerle, daha çok tercih edilen finansman biçimleri oldukları ifade edilmektedir (Serdengeçti, 2004: 2).<sup>63</sup>

MB kaynaklarının kullanılarak (yani monetizasyon yolu ile) bütçe açığının finansmanı durumu, MB para arzının karşılıksız bir şekilde artması anlamına gelip, enflasyonist bir baskı yaratmaktadır. Dolayısıyla para politikasının bağımsız olarak yürütülmesi ve MB kaynaklarına başvurulmasının yasal olarak engellenmesi, bu etkinin ortadan kalkması için son derece önemlidir (Serdengeçti, 2005c: 8). Hazine’nin finansman ihtiyacını MB’dan kısa vadeli avans imkânı kullanarak karşılaması, enflasyonist baskıları artırmasının yanı sıra uzun vadede ekonomik istikrara zarar veren bir uygulamadır. Bu nedenle, MB’nın temel görevi olan fiyat istikrarını sağlamak ve bu doğrultuda para politikalarını bağımsız olarak yürütebilmek prensibi ile çelişen bu uygulama, 1994 yılından başlayarak kademeli olarak sınırlandırılmış, 25.04.2001 tarihli MB Kanunu ile yürürlükten tamamen kaldırılmıştır.<sup>64</sup> Bu husus TCMB kanununun 56. maddesinde açıkça belirtilmiştir:

#### ***Bankanın yapamayacağı işlemler***

***Madde 56-(25.4.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli)***

***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.***

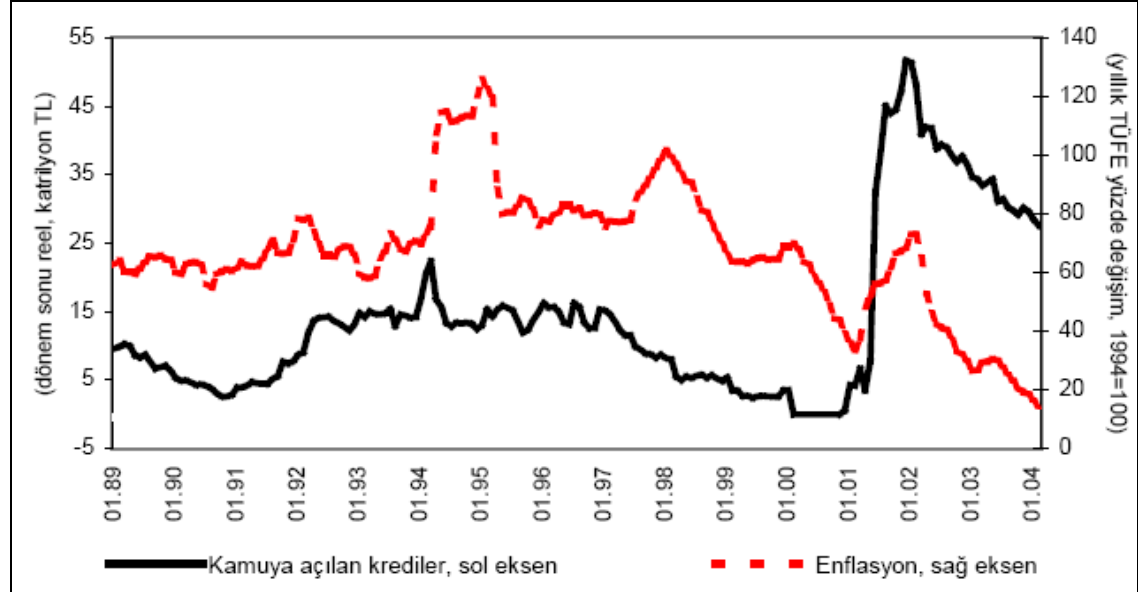
<sup>63</sup> Diğer bütçe finansman yöntemleri arasında; vergi toplanması, özelleştirme ve dış piyasalardan borçlanma gibi unsurlar sayılmaktadır. Bunların her birinin çeşitli avantaj ve dezavantajları bulunmaktadır (Serdengeçti, 2004: 2).

<sup>64</sup> TCMB, “Merkez Bankası tarafından Hazineye kullanılan kısa vadeli avans uygulaması neden kaldırılmıştır?” Sıkça Sorulan Sorular Bölümü, Erişim: <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/sss.php>

*Banka, bu Kanunla yetki verilen işlemler dışında avans veremez ve kredi açamaz, vereceği avans ve açacağı kredi teminatsız veya karşılıksız olamaz, her ne şekilde olursa olsun kefil olamaz ve doğrudan kendisi ile ilgili işlemler dışında teminat veremez.*

Grafik 4.9'dan da görüldüğü üzere, kamuya kredi açılmasının yasaklandığı Kasım 2001'den itibaren enflasyonun düşme eğiliminde olması bir tesadüf değildir. Bu kanun değişikliği, ayrıca, MB'nın bağımsız politika uygulaması yolunda önemli bir katkı sağlamıştır.

**Grafik 4.9 Kamuya Açılan Krediler ve Enflasyon**

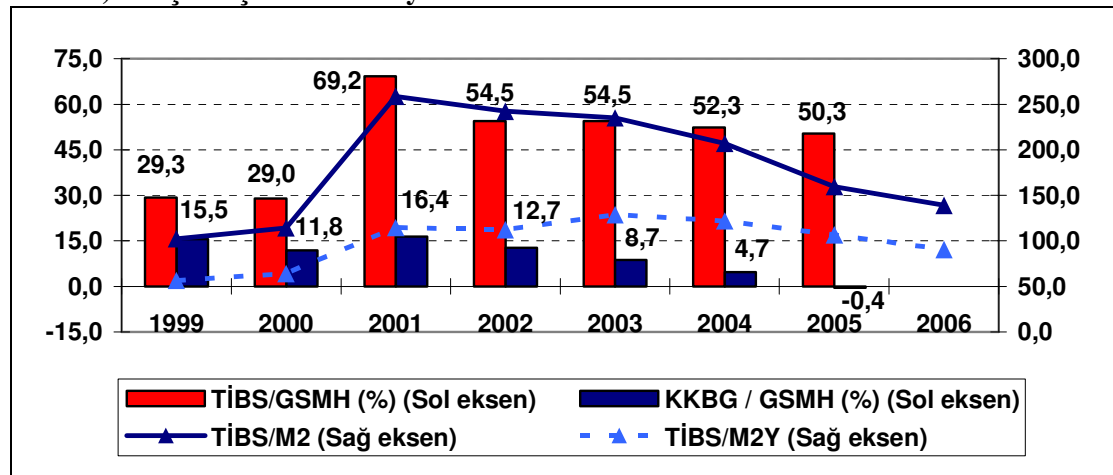


**Kaynak:** Serdengeçti (2004: 16).

Türkiye'de mali baskınlık durumunu borçlanma ve milli gelir ilişkisine bakarak yorumlayabiliriz. Bu kapsamda Kamu Net Borç Stoku (KNBS), Toplam İç Borç Stoku (TİBS), Kamu Kesimi Borçlanma Gerekliliği (KKBG) ve Konsolide Bütçe Dengesi (KBD) gibi göstergeleri Türkiye'de mali baskınlığı irdelemek için kullanabiliriz. Bu değişkenlerin milli gelir ile olan ilişkisine baktığımızda, grafik 4.10'dan da görüldüğü üzere, KNBS/GSMH oranının 2001'de % 90,4 iken 2005 yıl sonu itibariyle % 55,3'e ve KKBG/GSMH oranının da 2001'de % 16,4 iken 2004'te % 4,3'e gerilediği görülmektedir. KKBG/GSMH oranı 2005 itibariyle de % -0,4 olmuştur. Aynı şekilde TİBS/GSMH oranı 2001'de % 69,2 iken 2005'te % 50,3'e gerilemiştir. Bununla

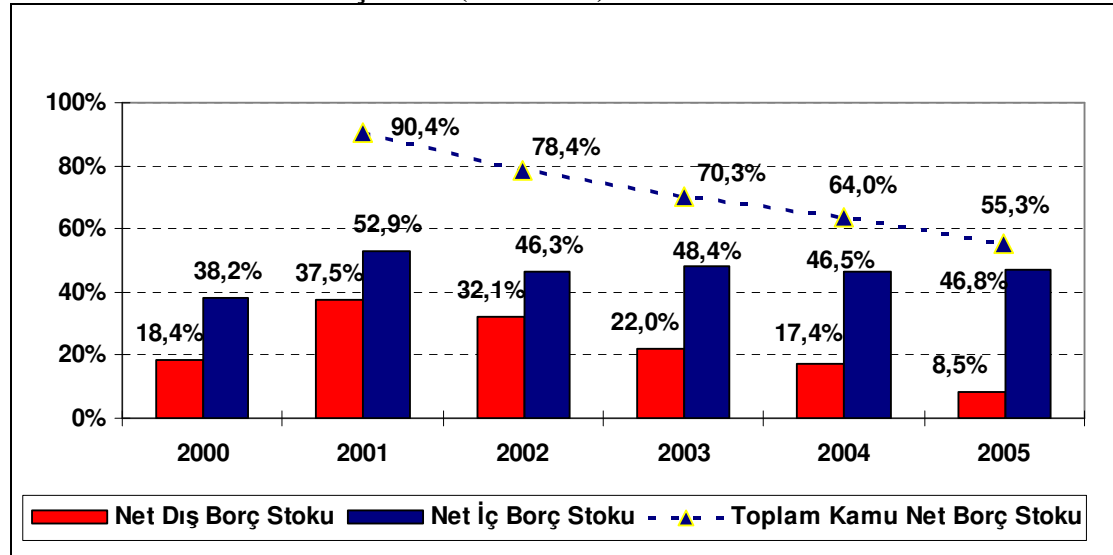
birlikte, Türkiye'nin azalan borç stoku/milli gelir oranı pek çok ülke için yönetilebilir bir oran olsa da, stokun yapısı ve son dönemlerde uzamasına rağmen ortalama vadesinin henüz oldukça kısa olmasının bir risk unsuru oluşturduğu vurgulanmalıdır. Ulusal Program ve Niyet Mektubu çerçevesinde orta vadeli borç azaltma stratejisine uygun olarak, sıkı maliye politikası ve faiz dışı fazla uygulamasının son derece önemli olduğu belirtilmektedir (Serdengeçti, 2005d: 52).

**Grafik 4.10 Toplam İç Borç Stoku ve Kamu Kesimi Borçlanma Gerekliliği (% GSMH) ve İç Borçlanmanın Piyasalar Üzerindeki Baskısı**



Kaynak: Oranlar, TCMB EVDS ve DPT'den derlenen verilerle hesaplanmıştır.

**Grafik 4.11 Kamu Net Borç Stoku (% GSMH)**



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı veritabanından derlenmiştir.

**Tablo 4.4 Türkiye’de Mali Baskınlık Oranları (%)**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>FDD/GSMH</b>	5.7	6.8	4.3	5.2	6.1	7.4
<b>KBD/GSMH</b>	-10.6	-16.5	-14.6	-11.3	-7.1	-1.7

**Kaynak:** Hazine Müsteşarlığı. FDD: Faiz dışı dengeyi simgelemektedir.

Tablo 4.4’te de, mali baskınlığın ölçülmesinde sık kullanılan göstergelerden biri olan KBD/GSMH oranının 2001’de % -16,5 iken 2005 yılsonunda % -2 olarak gerçekleştiği görülmektedir.<sup>65</sup>

Borç stokunun milli gelire oranının istikrarlı bir şekilde düşmesi ve kamu maliyesine ilişkin yaşanan tüm bu iyileşme sürecinin arkasında yatan gerçek, 2001’den beri uygulanan sıkı maliye politikaları ve sürdürülen mali disiplindir. Bu sürecin bir getirisi olarak, borcun sürdürülebilirliğine dair endişeler büyük ölçüde azalmış ve finansal piyasalarda mali baskınlık düşmüştür. Bu çerçevede faiz dışı fazla, sıkı maliye politikasının en önemli değişkeni olmuştur. Zira 2004 Türkiye İktisat Kongresi’nde sunulan Fiyat İstikrarı Çalışma Grubu’nun sonuç raporunda da, kamu açıklarının azaltılırken makroekonomik hedefler çerçevesinde faiz dışı fazla verilmesinin mali piyasalarda programa olan güveni artırarak enflasyonist beklentileri ve faiz oranlarını aşağı çekerken döviz kurunda da istikrarı getireceği vurgulanmış, ayrıca enflasyonist beklentilerdeki düşüşün faiz oranlarını aşağı çekerken borçların sürdürülebilirliğine de katkıda bulunacağı ve anti-enflasyonist sürecin üretim maliyetini (sacrifice ratio) azaltacağı ifade edilmiştir (DPT, 2005; 145). 2006 yılı Katılım Öncesi Ekonomik Programı’nda; 2005’te olduğu gibi 2006 yılı bütçesinde de yüksek oranda faiz dışı fazla vermek suretiyle kamu borç stokunun sürdürülebilirliğine katkı sağlamanın temel amaç olarak benimsendiği vurgulanmış ve enflasyonla mücadele ve kalkınma faaliyetlerini desteklemenin bütçenin hedefleri arasında olduğu ifade edilmiştir (DPT, 2006; 18).

İç borçlanmanın piyasalar üzerinde yarattığı baskıyı gösteren toplam iç borç stokunun para arzlarına oranlarına bakıldığında ise, TİBS/M2 ve TİBS/M2Y oranlarının son yıllarda düşme eğiliminde oldukları ve 2005 yıl sonu itibariyle de sırasıyla % 159,5

<sup>65</sup> Burada oranların eksi işaretli olarak gerçekleşmesi konsolide bütçede açık olduğunu göstermektedir.

ve % 106,6 olarak gerçekleştikleri görülmektedir.<sup>66</sup> Bu eğilim 2006 yılında da devam etmiş ve TİBS/M2 oranında 20,4 puanlık, TİBS/M2Y oranında ise 16,2 puanlık düşüş olmuştur. Türkiye’de mali baskınlığın düşürülmesi amacıyla hayata geçirilen yapısal reformlardan bazıları şu şekilde özetlenebilir: TCMB’ye araç bağımsızlığının verilmesi, kamu bankalarının yeniden yapılandırılması, şube ve çalışan sayısının azaltılması, bankalarının sermaye yeterlilik oranlarının arttırılması, düzenleme ve denetleme sisteminin getirilmesi, kamu sektöründe işe alımların sınırlanması vb.. Ayrıca, kamu sektöründe bütçe disiplininin, şeffaflığın ve güvenilirliğin sağlanması amacıyla birtakım çalışmalar yapılmıştır (Tutar, 2005; 30).

Mali baskınlığı orijinal günah göstergelerini de kullanarak yorumlayabiliriz. Bu bağlamda grafik 4.12’de, Türkiye için yurtiçi orijinal günah göstergeleri sunulmaktadır. Eichengreen ve Hausman (1999: 3) tarafından “orijinal günah -OG -(orginal sin)” olarak tabir edilen kavram, ülkelerin kendi para birimleriyle yurtdışında ve hatta yurtiçinde uzun vadeli olarak borçlanamadıkları durumu işaret etmek için kullanılmaktadır. Ülkelerin kendi para birimleriyle yurt dışı ve yurt içi piyasalardan uzun vadeli ve sabit faizle borçlanamadıkları bu durumda, ülkeler kamu finansman ihtiyacını karşılayabilmek için kısa vadeli ya da döviz cinsinden borçlanmak zorunda kalabilmektedir (Hausmann ve Panizza, 2003). Eğer ülkeler “OG” olarak nitelendirilen durumda iseler, çıktı ve sermaye girişlerinde daha çok dalgalanma olacak, kredi oranları düşecek ve bağımsız bir para politikası uygulama olanağı sınırlanacaktır (Hausmann ve Panizza, 2003: 958).<sup>67</sup>

Etkin işlemeyen kurumsal yapı ve uygulanan politikalara karşı güvensizlik, ülkelerin bu sorunu daha derinden yaşamasına neden olmaktadır. Bu çerçevede, orijinal günaha bağlı olarak oluşan mali baskının derecesinin ölçülmesi ve izlenmesi önem kazanmaktadır. Türkiye’nin, uluslararası piyasalardan kendi para birimi cinsinden borçlanamaması nedeniyle, yüksek uluslararası OG derecesine sahip ülke

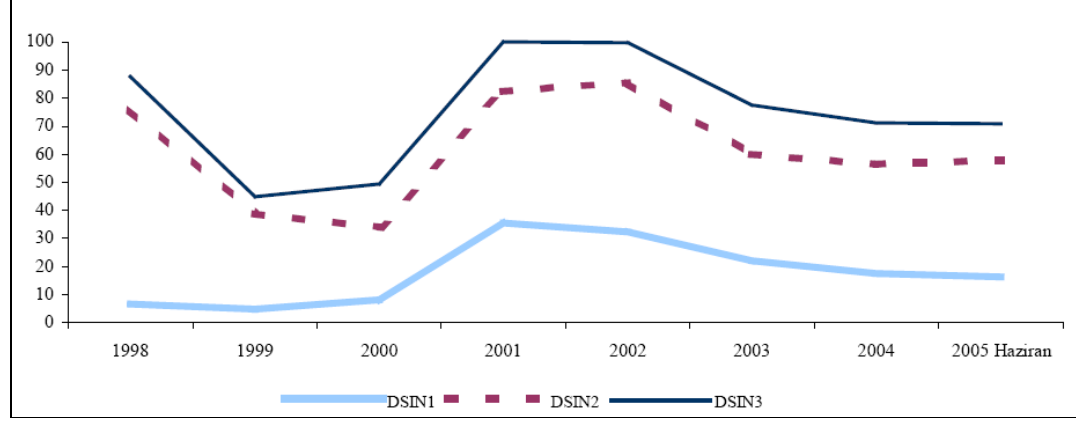
---

<sup>66</sup> Bu rakamlar, grafiklerde değer olarak yansıtılmamıştır.

<sup>67</sup> Hausmann ve Panizza (2003), OG kavramını yurtiçi ve yurtdışı ayrımı yaparak incelemiştir. Buna göre; ülkelerin kendi para birimleriyle, yurt dışında uzun vadeli borçlanamamaları (Uluslararası OG) ve yurt içinde kendi para birimleriyle kısa vadede veya döviz cinsinden borçlanmak zorunda kalmaları (Yurt içi OG) olarak tanımlanmaktadır.

sınıflandırmasına girdiği ifade edilmektedir (TCMB, 2005c: 39). TCMB tarafından Temmuz 2005’de yayımlanan para politikası raporunda Hausmann ve Panizza (2003) çalışmasında tanımlanan yurt içi OG göstergeleri Türkiye için türetilmiştir (bkz. grafik 4.12).<sup>68</sup>

**Grafik 4.12 Türkiye İçin Yurtiçi Orijinal Günah Göstergeleri**<sup>69</sup>



**Kaynak:** TCMB (2005c: 39).

Çalışmanın temel bulguları şunlardır: Döviz cinsi, TL cinsi değişken faizli ve kısa vadeli borçlanmanın artmasına bağlı olarak her üç göstergede de 2001-2002 yılında kötüleşme gözlenmiştir. 2002 yılından itibaren programa duyulan güven ve bunun sonucu TL’ye artan güvene bağlı olarak uzun dönemli TL cinsi borçlanma artmaya başlamıştır. Göreli olarak hem yurt içi borçlanma vadelerinin uzaması hem de borç stokunun yapısının döviz cinsi borç stoku aleyhine değişmesi yurt içi OG derecesinin azaldığına işaret etmektedir. Ancak, OG göstergeleri hala yüksek seviyesini korumaktadır. Diğer bir ifadeyle, iç borç stokunun kısa vadeli faiz oranı ve döviz kurundaki oynaklıklara karşı duyarlılığı azalmakla birlikte devam etmektedir.

<sup>68</sup> OG göstergelerinin türetilmesine ilişkin detaylı açıklamalar için TCMB (2005c: 39-41)’e bakılabilir. Türkiye’ye ilişkin kamu borç stokunun yapısı ve bu kapsamda orijinal günah göstergelerine ilişkin çok daha kapsamlı bir çalışma için Gürcihan ve Yılmaz (2007) çalışmasına bakılabilir.

<sup>69</sup> Birinci tanım (DSIN1), döviz cinsi iç borç stokunun payını, ikinci tanım (DSIN2) döviz cinsi borç stokunun yanı sıra kısa vadeli faizlere karşı duyarlı olan iç borç stokunun payını göstermektedir. Son tanım (DSIN3) ise enflasyona endeksli senetleri de içeren iç borç stokunun payını yansıtmakta, sadece uzun vadeli sabit faizli kâğıtlar kapsam dışında bırakılmaktadır (TCMB, 2005c: 39).

Son olarak, FTPL yaklaşımı çerçevesinde Türkiye'deki mali baskınlığı değerlendirebiliriz. *FTPL (fiscal theory of price level)* yani "Fiyat Düzeyinin Mali Teorisi" olarak bilinen yaklaşım, kuramsal olarak, bir model çerçevesi içinde, makro düzeyde fiyatın ve enflasyonun parasalcı yaklaşımla açıklanandan farklı bir mekanizma ile belirlendiğini söylüyor. FTPL yaklaşımının ulaştığı temel sonuç şudur: makro anlamda fiyat düzeyini belirleyen, parasalcı yaklaşımda olduğu gibi para miktarı değil, hükümetin (kamunun) borç stoku ile bütçe dengesini ilişkilendiren zamanlararası bütçe kısıtıdır. Daha açık bir ifadeyle, FTPL'de fiyat-enflasyon yalnızca para miktarı ile belirlenmez. Özellikle Ricardocu olmayan ortamlarda, fiyatı-enflasyonu belirleyen kamu açığının yarattığı borç stokudur (Uygur, 2001: 12-16).<sup>70</sup>

FTPL savunucuları, bu çerçevede, maliye politikasının bugünkü değer bütçe kısıtını sağlamak için gerekli disiplinden yoksun olması durumunda, merkez bankasının fiyat istikrarını sağlamak için etkin politikalar yürütemeyeceğini ve bu durumda genel fiyat düzeyinin hükümetin bugünkü değer bütçe kısıtı tarafından belirleneceğini ileri sürmektedir. FTPL literatüründe, genel fiyat düzeyindeki değişimlerin maliye politikası uygulamalarından kaynaklandığı bu tür ekonomiler için iktisadi politika rejimi *maliye politikası dominant (Ricardocu olmayan)* olarak tanımlanırken, genel fiyat düzeyinin geleneksel makroekonomi teorilerine uygun olarak belirlendiği rejimler *para politikası dominant (Ricardocu)* olarak tanımlanmaktadır (Saçkan, 2006: 1).

Saçkan (2006) tarafından yapılan çalışmada, FTPL'den hareketle, 1988 – 2005 dönemi verileri ile Türkiye'de geçerli iktisadi politika rejiminin 2001 öncesi dönemde maliye politikası dominant olduğu, 2001 sonrasında ise para politikası dominant rejim özellikleri gösterdiği yönündeki hipotez ampirik olarak test edilmiştir. Yazar çalışmada,

---

<sup>70</sup> Parasalcı yaklaşıma göre, fiyat düzeyi ve enflasyon göreceli para arzı ile yani arzın talebe göre düzeyi ile belirlenir. Fiyat-enflasyon artışı, merkez bankasının göreceli para arzını arttırması ile mümkündür, başka türlü olmaz. Diğer taraftan FTPL modeli kapsamında oluşturulan bütçe kısıtı, yani reel borç stokunun gelecek dönemlerin reel bütçe fazlaları toplamına eşitliği, genel olarak her dönemde geçerlidir. Çünkü Ricardocu - denklik geçerlidir. Ricardocu - denklik, bütçe açığı ortaya çıktığında rasyonel beklentilere sahip karar alıcıların "hükümet bugünün açıklarını nasıl olsa yarın daha yüksek vergilerle kapatacaktır, bu nedenle gelecekteki yüksek vergileri şimdiden hazır etmek üzere daha çok tasarruf yapalım" düşüncesini yansıtır. Bu ortamın önemli bir özelliği şudur; kamu açığını yaratan maliye politikalarının talep üzerinde ve dolayısıyla enflasyon üzerinde bir etkisi yoktur (Uygur, 2001: 14-15).

genel dönem (1988:IV – 2005:III), 2001 öncesi (1988:IV – 2001:I) ve 2001 sonrası (2001:II – 2005:III) dönem olmak üzere üç dönem için ayrı ayrı analizler yapmıştır. Yazar çalışmada, Vektör Otoregresif (VAR) denklemlerinden elde edilen etki – tepki fonksiyonları ve ayrıca otokorelasyon ve nedensellik analizlerinden yararlanmıştır. Yazarın ulaştığı temel sonuçlar özetle şunlardır (Saçkan, 2006: 84-89):

- Tüm bulgular, Türkiye’de geçerli iktisadi politika rejiminin 2001 öncesi dönemde maliye politikası dominant, 2001 sonrası dönemde ise para politikası dominant olduğu yönündeki tespit ve öngörülerini ampirik olarak doğrulamaktadır.<sup>71</sup>
- Tüm analizler genel dönem diye adlandırılan 1988:IV – 2005:III dönemi için de yapılmış, sonuçlar genel dönemin 2001 öncesi dönem özellikleri taşıdığını göstermiştir. Genel dönem için yapılan analizlerin 2001 öncesi dönem özelliklerini göstermesi, kuşkusuz 2001 sonrası dönemin henüz kısa bir dönem olmasından kaynaklanmaktadır.
- Korelasyon ve nedensellik analizleri de değişkenler arasında genel dönem ve 2001 öncesi dönemde mevcut olan ilişkinin 2001 sonrasında değiştiğini göstermekte, dolayısıyla 2001 yılında uygulamaya koyulan program ve yapılan düzenlemeler sonrasında Türkiye’de geçerli iktisat politikası rejiminin para politikası dominant (Ricardocu) olduğu yönündeki tespit, öngörü ve (etki – tepki ve otokorelasyon analizlerinden elde edilen) ampirik bulguları desteklemektedir.

Tüm bu kapsamlı değerlendirmeler ışığında Türkiye’de özellikle örtük EH dönemi olarak nitelendirilen 2001-2005 döneminde mali baskınlığın ciddi ölçüde azaldığı ve EH rejimine açık bir şekilde geçiş için önemli bir önkoşulun sağlandığı rahatlıkla söylenebilir.

---

<sup>71</sup> Uygur (2001: 15, 20) de, Türkiye’nin, özellikle 1990’ların sonuna doğru ve 2001 yılsonuna kadar olan süreçte, faiz dışı bütçede bir ölçüde fazla vermişse de, faiz ödemelerinin yüksekliği nedeniyle, toplam bütçede çok yüksek ve giderek artan açıklar verdiğini ve bu bağlamda Türkiye’nin 1980’lerden, hatta 1970’ler ortasından itibaren Ricardocu olmayan (maliye politikası dominant) bir ortamda olduğunun rahatlıkla söylenebileceğini ifade etmiştir.

#### 4.3.4 Türkiye’de Finansal Piyasalarda Durum: Finansal Derinleşme ve Finansal İstikrar

##### ➤ *Finansal Derinleşme*

Türkiye’ de finansal sistem, gelişimini çeşitli evrelerden geçerek tamamlamış ve 2000’li yıllardaki son halini almıştır. Türk finans sisteminin yapısındaki en belirgin dönüm noktası 1980’lerde yaşanmıştır. 1970’lerin sonunda McKinnon – Shaw yaklaşımının teorik önermeleriyle altyapısı hazırlanan serbestleştirme politikası, dünya konjonktürünün de etkisiyle, Türkiye de uygulanmaya başlanmıştır. Genel hatlarıyla McKinnon-Shaw yaklaşımı, faiz oranlarının serbest piyasa denge düzeyine yükselmesine izin verilmesinin, tasarrufları ve yatırımları arttırarak büyümeyi olumlu etkileyeceğini ve enflasyonu aşağıya çekeceğini önermektedir. Bu önermelerin gerçekleşebilmesi içinse, finansal sistem üzerindeki baskı ve müdahalelerin kaldırılması gerektiği belirtilmektedir. Bu teorik temelden hareketle Türkiye’ de dışa açılma ve serbest piyasa ekonomisine geçiş dönemi, 24 Ocak 1980 Kararları ile başlamıştır. Bu kararların temel amacı, öncelikle ülkenin ekonomik yapısını istikrarlı bir hale getirmek ve 1970’lerin sonuna kadar uygulanan ithal ikameci büyüme modeli yerine ihracata dayalı bir büyüme politikası geliştirmektir (Barbaros ve Erol, 2006: 10-11).

Diğer taraftan, 1980 öncesi döneme bakıldığında finansal piyasaların durumu şu şekilde özetlenebilir (Binay ve Kunter, 1998):

- Mevduat ve kredi faiz oranları kontrol altındaydı, yüksek ve dalgalı enflasyon ortamında kredi ve mevduat reel faiz oranları çoğunlukla negatifti.
- Bankaların ve mevduat sahiplerinin döviz işlemlerine önemli kısıtlar getirilmişti (kambiyo kısıtlamaları).
- Kişilerin portföylerinde döviz bulundurma olanakları yoktu.
- Tercihli kredi yolu ile birçok sektöre sübvansiyon sağlanmaktaydı. MB para politikasının oluşturulmasında tercihli krediler önemli yer tutmaktaydı.
- Kalkınmada öncelikli sektörlere ucuz kredi sağlanmaktaydı.
- Mali piyasalarda gerçekleşen işlemler ve buradan elde edilen gelirler görece olarak daha fazla vergilendirilmekteydi. Aracılık hizmetinin maliyeti yüksekti.

- Kurumsallaşmış bir mali sistem yoktu.
- Yabancı ve yerli bankaların mali sisteme katılmalarına önemli kısıtlar getirilmekteydi.
- Şirketlerin yegâne finansman kaynağı banka kredileriydi. Menkul kıymet piyasası olmaması nedeniyle şirketlerin hisselerini satarak finansman sağlama imkânları yoktu.
- Disponibilite ve zorunlu karşılık oranları görece olarak yüksekti.
- TL piyasası yok denecek kadar azdı.

Yukarıda sayılan bütün bu unsurlar, mali sistemin etkinliğini azaltmaktaydı. 1980 yapısal reform programıyla birlikte kalkınma stratejisi, bu içe dönük, katı kurallara bağlı ve doğrudan parasal kontrollerin hâkim olduğu sistemden dışa dönük, piyasa odaklı yaklaşımın hâkim olduğu açık bir ekonomik sisteme geçmiştir. Buna bağlı olarak, 1980'lerin başlarında Türkiye'de bir seri ekonomik, yasal ve kurumsal reform başlatılmıştır (TCMB, 2002a: 11). Bu kapsamda bu süreç içerisinde, para piyasası ile kambiyo rejimi ve döviz piyasasında birtakım köklü değişikliklere gidilmiştir. Ayrıca, bankacılık sektörüne ve sermaye piyasalarına ilişkin çeşitli reform ve düzenlemeler de yapılmıştır.

24 Ocak Kararlarından sonra, finansal serbestleştirme politikalarına öncelikle ülkedeki para piyasalarının mevcut yapısı değiştirilerek başlanmıştır. Bu çerçevede, mevduat faiz oranları 1 Temmuz 1980 tarihinde serbest bırakılmıştır (Parasız, 1998: 207). Bu süreç içerisinde çeşitli nedenlerle faiz oranlarını belirleme yetkisi tekrar Merkez Bankası'na verildiyse de, nihayetinde 12 Ekim 1988'de resmi tüm mevduatlara uygulanacak faiz oranlarının belirlenmesi serbest bırakılmıştır (TCMB, 2002a:13). Faiz oranları üzerindeki sınırlamanın kaldırılmasıyla; bankacılık sektöründe rekabetin artırılması, reel faiz yoluyla yurtiçi tasarrufların yukarı seviyelere çekilmesi ve bu şekilde finansal sektöre derinlik kazandırılması amaçlanmıştır. Bunun yanı sıra bankaların mevduat sertifikası çıkarmalarına izin verilmiş ve vadeli mevduata uygulanan hükümler bu sertifikalar için de geçerli olmuştur (Binay ve Kunter, 1998).

1986 yılından önce para arzı kontrolü, özel kesim ve kamu kesiminin portföy yapılarını ve harcamalarını doğrudan etkilemeye yönelik şekilde uygulanmaktaydı. Kamu kesimi finansman ihtiyacı MB kaynaklarıyla, özel kesim finansman ihtiyacı ise, ticari bankalar ve reeskont politikası ile karşılanıyordu. İnterbank-Bankalar Arası Para Piyasasının kurulması, İMKB'nin açılması, Açık Piyasa İşlemleri'nin başlaması ve Hazine'nin ihaleli bono ve tahvil ihracına başlanması ile para politikasının yapısı değişmiştir. Toplam para ve kredi arzı, toplam rezervlerin kontrol edilmesi ile yönlendirilmeye başlanmıştır (Kesriyeli, 1997: 31-32). MB, bu politika bütünü tamamlamak için, 4 Şubat 1987 tarihinden itibaren, Açık Piyasa İşlemlerini (API) uygulamaya başlamıştır. Böylelikle, piyasadaki likidite düzeyindeki değişikliklere anında reaksiyon gösterebilecek bir sistem oluşturulmuştur. Ayrıca, API çerçevesinde devlet iç borçlanma senetlerinin alım-satımına konu edilmesi ile aynı zamanda, devlet tahvilleri için ikincil bir pazar oluşturulmasına ve iç borçlanma politikasının günün koşullarına uygun şekilde yürütülmesine de olanak sağlanmıştır (Parasız, 1998: 215).

Finansal serbestleştirme sürecinde hedeflerden biri de, Türkiye'de oluşumunu tam olarak tamamlayamamış bir piyasa türü olan sermaye piyasasını oluşturmaktır. 1980 öncesi süreçte Türkiye'de yatırımların finansmanı için tamamen para piyasası kaynakları kullanılıyordu. Finansal serbestleştirme sürecinde, 1981'de yürürlüğe konan Sermaye Piyasası Kanunu, Türkiye'de sermaye piyasalarının düzenlenmesini, desteklenmesini ve denetlenmesini; güvenli, şeffaf ve dengeli bir şekilde işleyen sermaye piyasaları yoluyla yatırımcıların hak ve çıkarlarının korunmasını amaçlamış ve menkul kıymetler piyasalarının gelişimini destekleyen en önemli adımlardan biri olmuştur. Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine tâbi olarak 1982'de Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuştur. 1983 yılında ise MB bünyesinde TMSF kurulmuştur. TMSF'nin kurulmasının esas amacı, bankacılık sisteminde ardı ardına meydana gelen iflaslar sonucunda sarsılan kamu güvenini yeniden sağlamak ve mevduat sahiplerini bankacılık krizlerinin olumsuz etkilerinden korumaktır (TCMB, 2002a: 13-17). 1985'de İMKB kurulmuştur. Bunlara ilaveten, İMKB'deki yatırım araç ve olanaklarının artırılması amacıyla, Haziran 1991 Tahvil ve Bono Piyasası, Ocak 1995'de Bölgesel Pazarlar ve Toptan Satışlar Pazarı kurulmuştur (İMKB, 2004).

Kambiyo rejimi ile ilgili düzenlemeler de finansal serbestleştirme politikalarının en önemli kısımlarından birisidir. Türkiye, 1980'lerin başına kadar ithal ikameci büyüme modeli çerçevesinde sıkı bir kambiyo rejimi (tam anlamıyla sabit bir kur rejimi) uygulamıştır. Ancak 1980 yılında döviz kurlarını belirleme yetkisi Bakanlar Kurulu'ndan alınarak Maliye Bakanlığı'na, daha sonra ise 1981 yılında Maliye Bakanlığı tarafından Merkez Bankası'na devredilmiş ve MB günlük olarak döviz kurlarını belirlemeye ve ilan etmeye başlamıştır. 24 Ocak 1980 kararlarıyla daha esnek bir kur politikası uygulanmasına karar verilmiş ve bu politika çerçevesinde döviz kurları yaklaşık % 50 oranında devalüe edilmiştir (Ağcaer, 2003: 36).

1982 yılı sonunda ticari bankaların döviz pozisyonu bulundurmalarına izin verilmiştir. Bu önlemin amacı, yurt dışından ve paralel piyasalardan bankacılık sistemine döviz transferlerini artırmak ve sermaye kaçışını engellemektir. Ayrıca, 29.12.1983 tarihinde yürürlüğe giren Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında (TPKK) 28 sayılı Karar ve bu kararın devamı niteliğindeki 07.07.1984 tarihli 30 sayılı Karar ile döviz kuru rejimi büyük ölçüde liberalleştirilmiştir (TCMB, 2002a: 11 ve İnandım, 2005: 55).

1988 yılı Ağustos ayında mali piyasalarda yapılan bir değişiklikle döviz kurlarının piyasa koşulları altında tespiti sistemine geçilmiştir. Bu amaçla MB bünyesinde Döviz ve Efektif Piyasaları kurulmuştur. Günümüz kur rejimi tercihini ve kur politikasını derinden etkileyen en önemli değişiklik ise 11 Ağustos 1989 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan TPKK Hakkında 32 Sayılı Karar ile gerçekleşmiştir. 32 Sayılı Karar tam konvertibiliteye geçiş kararı olarak da kabul edilmektedir (Arat, 2003: 39).<sup>72</sup> Diğer taraftan bu kararın, 29 Aralık 1983 tarihli 28 Sayılı Karar'la başlayan ve 7 Temmuz 1984 tarihli 30 Sayılı Karar'la devam eden Türk kambiyo rejiminin serbestleşmesi çabalarındaki en son aşama olarak değerlendirmesi gerektiği ifade edilmektedir. Tüm bu çabalarla, Türkiye'de yerleşik gerçek ve tüzel kişilerin yurtdışından aynı ve nakdi kredi temin etmeleri serbest bırakılmış, yerleşiklerin döviz

---

<sup>72</sup> TPKK Hakkında 32 sayılı Karar'ın bütünü için bkz. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/mevzuat/BANKACILIK/32sayilikarar.htm>

bulundurma, yerleşik bankalardan döviz kredisi alma, yurda döviz ithali ve yurtdışına döviz ihracı önündeki sınırlandırmaları önemli ölçüde azaltılmıştır (Sarı, 2004: 54). Yeldan (2004b, 13) da bu konuda, Türkiye ekonomisinin dünya mal piyasalarıyla eklemlenmesini 1980 dönüşümü ile başlattığını ifade ederek 1989 yılında alınan *32 sayılı Karar* ile kambiyo rejiminin tamamen serbestleştirildiğini ve ödemeler dengesinin sermaye hareketleri kalemlerini doğrudan uluslar arası finans sermayesinin spekülasyon hareketlerine açtığını vurgulamıştır.

Türkiye’de mali piyasalardaki gelişimi çeşitli göstergeler bazında inceleyebiliriz. Tablo 4.5’te bu bağlamda 1980-2005 dönemine ilişkin Türk mali sisteminin derinleşme göstergeleri sunulmaktadır. Tabloya bakılacak olursa, 1980’de başlayan ve finans piyasalarında uygulanan iktisadi ve mali reformlar sonucunda Türk mali piyasalarının 1990’larda derinleşme sürecinde görece ilerleme kaydettiği görülebilir. 1980 sonrası dönemde Türk mali piyasalarında mali enstrümanların çeşitlendiği ve milli gelire göre hacim değerlerinin arttığı yani sistemin derinleştiği görülmektedir. Bunun bir göstergesi, 1980 yılında işlem gören menkul kıymetlerin milli gelire oranının % 2,1 iken 2000 yılında % 42,2’ye yükselmesidir. Ayrıca TL ve DTH (döviz tevdiat hesabı - FX)’nin toplamından oluşan toplam mevduatların milli gelire oranı da 1980’de % 14,2 iken 1999’da % 51,2 düzeyine çıkmıştır. Önemli olan noktalardan birisi de, toplam YTL mevduatının içinde vadeli mevduatın milli gelire oranının 1980’de % 3,0 iken 1990’da % 16,2’ye çıkmasıdır. Bunlara ilaveten; menkul kıymet borsalarında hisse senetleri piyasası işlem hacmi, kamu menkul kıymet alım-satım işlem hacmi ile repo-ters repo piyasasında da işlem hacminin hızla arttığı görülmektedir.

**Tablo 4.5 Türk Mali Sisteminin Derinleşme Göstergeleri (GSMH'nın %'si Olarak)**

<i>Parasal Göstergeler:</i>	1980	1985	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Emisyon Hacmi</b>	5.3	3.9	3.5	3.6	3.5	3.4	3.3	3.2	3.1	2.9	2.6	2.6	2.5	3.1	3.0	3.0	2.8	3.0	3.1	4.0
<b>Para Arzı (M1)</b>	13.9	9.7	8.8	8.5	7.9	7.4	7.1	6.5	5.9	4.9	6.0	5.4	4.8	5.5	5.4	6.2	5.8	6.5	6.7	8.7
<b>Para Arzı (M2)</b>	17.4	24.2	21.1	20.5	18.0	18.5	17.3	14.1	16.2	16.0	2.0	19.2	21.3	28.1	26.0	26.2	22.6	23.2	25.3	31.5
<b>Para Arzı (M2Y)</b>	17.4	26.3	28.4	26.6	23.5	26.5	26.6	23.7	30.7	30.7	35.9	36.3	37.8	51.3	43.8	58.0	48.9	42.3	43.0	47.2
<b>Toplam TL Mevduat (1)</b>	14.2	22.7	18.6	18.3	16.6	16.7	15.6	12.6	14.5	14.2	18.7	18.4	20.4	27.7	24.4	25.0	21.1	22.0	24.1	30.0
- Tasarruf Mevduatı	6.5	13.7	10.7	10.8	8.8	9.6	8.6	6.3	8.5	8.8	11.6	10.9	12.0	17.0	14.2	15.2	12.6	12.7	14.5	18.0
- Vadesiz	3.5	1.5	1.4	1.5	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9	0.7	0.9	0.8	0.6	0.8	0.7	0.8	0.8	1.1	1.2	1.7
- Vadeli	3.0	12.3	9.3	9.3	7.5	8.4	7.5	5.3	7.6	8.1	10.7	10.1	11.4	16.2	13.5	14.4	11.7	11.5	13.3	16.2
<b>Döviz Tevdiat Hesapları</b>	0.0	3.3	7.3	6.1	5.5	8.2	9.6	9.9	15.4	16.0	17.5	18.7	17.8	23.5	20.2	31.8	27.2	20.0	18.4	16.4
<b>Toplam Mevduat (TL+DTH)</b>	14.2	26.1	25.9	24.4	22.1	24.9	25.2	22.5	29.9	30.2	36.2	37.1	38.2	51.2	44.6	59.0	48.2	42.1	42.6	46.5
<b>İhraç Edilen Menkul Kıymetler</b>																				
<b>Kamu Kesimi</b>	1.4	5.1	6.9	7.7	5.5	7.4	15.9	16.8	22.7	19.8	35.3	22.9	29.4	38.7	37.6	119.2	49.1	48.5	43.7	40.9
- Devlet tahvili	1.2	1.8	3.0	3.9	3.2	1.8	6.8	7.5	4.8	4.4	8.3	8.0	2.5	27.3	32.4	93.0	21.4	28.5	23.8	23.7
- Hazine	0.2	3.3	4.0	3.3	2.1	5.4	8.7	9.0	16.7	15.4	24.8	14.9	26.9	11.3	5.3	25.6	24.1	15.8	14.4	8.2
<b>Özel kesim</b>	0.7	0.4	0.9	1.0	1.0	1.0	1.7	3.8	2.1	2.1	1.0	1.3	1.6	1.1	4.6	1.4	0.8	0.4	0.7	0.7
- Hisse senedi	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5	0.7	0.5	0.5	1.0	0.5	0.6	1.0	1.3	0.9	2.4	1.0	0.5	0.3	0.5	0.4
<b>Genel toplam</b>	2.1	5.5	7.8	8.7	6.5	8.5	17.6	20.6	24.8	21.9	36.3	24.2	31.0	39.7	42.2	120.6	49.9	48.9	44.4	41.6
<b>TOP. MALİ V./ GSMH</b>	19.0	31.3	35.1	35.0	32.0	36.9	42.0	40.3	46.4	47.2	58.2	61.0	63.9	85.9	79.4	134.4	108.5	102.1	101.5	104.2
göstergeler (1950-2006). İhraç edilen menkul kıymetlere ilişkin verilerde 1997 öncesi dönem Yeldan (2004a: 194) den genel Ekonomik Göstergeler ve TCMB Üç aylık Bülten verilerinden tarafımızdan derlenerek hesaplanmıştır.																				
<b>Menkul Kıymetler Borsaları:</b>	ası mevduat hariç. (2) Milyon ABD \$.																			
-Hisse Senetleri Piyasası İşlem Hacmi (2)			115	773	5,854	8,502	8,567	21,770	23,203	52,311	36,698	57,178	69,696	82,931	180,123	79,945	69,990	99,406	146,511	197,074
-Kamu Men. Kıy. Kesin Alım-Satım İşlem Hacmi (2)						312	2,403	10,717	8,828	16,509	32,736	35,472	68,399	83,842	262,941	37,297	67,256	144,422	262,596	359,371
-Repo-Ters Repo İşlem Hacmi (2)								4,794	23,704	123,254	221,405	374,384	372,201	589,267	886,732	627,244	480,725	701,545	1,090,476	1,387,221

Diğer taraftan, kesimlere göre ihraç edilen menkul kıymetlerin kompozisyonuna bakıldığında ise söz konusu toplamın neredeyse tamamının kamu kesimine ait olduğu dikkat çekmektedir. 1999 yılı itibariyle ihraç edilen menkul kıymet toplamı % 39,7 olmakla birlikte, bunun % 38,7'sini kamu kesiminin payı oluşturmaktadır. Bu dönemde, özel sektörün hisse senedi ihraçlarının milli gelire oranı % 1'i dahi bulmamıştır.<sup>73</sup> Bu durum, finansal serbestleştirilmenin büyüme üzerine etkisi bakımından oldukça olumsuz bir durumdur. Çünkü menkul kıymetlerin toplam içindeki artışı ile sağlanan fonlar, yatırım yapan ve büyümeyi ivmelendiren özel sektör yerine, elde ettiği kaynağı cari harcamalarında kullanan kamu kesimine aktarılmıştır. Diğer taraftan menkul kıymet stoklarına baktığımızda kamu menkul kıymetlerinin toplam menkul kıymet stoku içindeki ağırlığı devam etmekle birlikte, özel sektör menkul kıymetlerinin payının arttığı gözlenmektedir. Bu oran 2002'de % 2 civarında iken Temmuz 2006 itibariyle % 12,5'e yükselmiştir (DPT, 2006; 14).

Tablo 4.5'te ayrıca parasal göstergelere ilişkin çeşitli veriler de sunulmaktadır. Tablodaki veriler bize ulusal para bazındaki parasal büyüklükleri ifade eden M1 ve M2 para arzlarının milli gelire oranlarının düşüş ağırlıklı dalgalı bir seyir halinde olduklarını göstermektedir. Bununla yabancı para cinsinden varlık ve mevduatlardan oluşan yani DTH'yi de içeren geniş tanımlı para arzı olan M2Y'nin ise 2001 yılına kadar hızlı bir artış eğiliminde olduğu görülmektedir. Diğer taraftan bu göstergeler; yani M2 / GSMH ve M2Y / GSMH oranları literatürde finansal derinliğin ölçülmesinde kullanılan geleneksel ölçütlerin başında gelmektedir. Bu bağlamda, örtük EH dönemi olarak nitelendirilen 2002-2005 döneminde finansal derinleşmede durumu inceleyecek olursak, Türkiye'de M2 / GSMH oranının 2002'de % 22,6 iken 2005'te % 31,5'e yükseldiğini, M2Y / GSMH oranının ise 2002 ve 2003'te sırasıyla % 48,9 ve % 42,3 olduktan sonra 2005'te % 47,2'ye yükseldiğini görmekteyiz. 1984'den itibaren Türkiye'deki yerleşikler için serbest bırakılan döviz hesaplarının, finansal varlık miktarının ölçülmesinde önemli bir kalem haline gelmesi nedeniyle Türkiye için M2Y / GSMH oranının finansal

---

<sup>73</sup> Bu noktada Yeldan (2004a: 193), her gün medyada hisse senedi piyasalarının o günkü gelişiminin, "ekonomide durum"un en kesin belirleyicisi olarak kamuoyuna sunulduğunu fakat bu haliyle ulusal gelirin %1'ine dahi ulaşamayan menkul kıymet ihraçları ile hisse senedi piyasalarının reel ekonominin gelişimini ne denli yansıtılabildiğinin tartışmaya gerek olmayacak kadar açık olduğunu vurgulamıştır.

derinleşmede daha gerçekçi sonuçlar verdiği söylenebilir. Bununla birlikte ileri de değineceğimiz gibi, M2Y'deki artış, M2Y'nin DTH'yi de içermesi nedeniyle ulusal para kullanımının gerileyerek dolarizasyonun (para ikamasinin) arttığı anlamına gelmektedir. Zaten tabloya bakarsak, toplam mevduatta yaşanan hızlı artışta, özellikle 1994 yılından itibaren olmak üzere FX mevduatlarının toplam mevduatın neredeyse yarısını oluşturur hale gelmesinin temel etken olduğu açıkça görülmektedir. 2001 kriz döneminde FX mevduatında ve M2Y'deki artış çok dikkat çekicidir. 2001 ve 2002 döneminde DTH'nin GSMH içindeki payının TL mevduatını bile geçtiği görülmektedir.

Finansal derinliğin ölçülmesinde kullanabileceğimiz bir diğer ölçüt ise Toplam Finansal Varlıklar'ın GSMH'ye oranıdır. Tablo 4.5'ten de görüldüğü üzere, 1980 yılında mali sistemin büyüklüğünün GSMH'ya oranı % 19 iken 2005'te % 104,2'ye ulaşmıştır. Ayrıca emisyon hacminin de 2002 sonrası artış içerisinde olduğu ve 2005 itibarıyla GSMH'nin % 4'ü olduğu görülmektedir. TCMB (2005d: 81), 2005 yılında emisyon gelişmeleri incelendiğinde, emisyon hacminin bir önceki yıla göre % 45,6 gibi yüksek bir oranda arttığını vurgulamıştır.<sup>74</sup>

Türk mali sistemi 1980 yılından başlayarak uygulamaya konulan liberal politikalar sonucunda önemli ölçüde yapısal değişikliğe uğrayarak dinamizm kazanmakla birlikte, BDDK tarafından 2001 yılında hazırlanan "Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı"nda da belirtildiği üzere Türkiye'de fon akımlarının önemli bir bölümü bankacılık kesimi üzerinden gerçekleşmiştir. Son yıllarda banka dışı mali kurumların sayısı ve büyüklüğü artma eğiliminde olmakla birlikte, bankacılık sektörünün toplam mali sektör aktifleri içindeki payı % 75'e ulaşmıştır. Ayrıca, banka dışı diğer mali kuruluşların önemli bir kısmının bankaların iştirakleri olduğu göz önüne alındığında mali sektörde bankaların ağırlığının daha da yüksek olduğu da görülmektedir (BDDK, 2001: 2).

---

<sup>74</sup> Bu noktada TCMB (2005d: 81), reel ekonomik aktivitenin 2005 yılı boyunca canlılığını korumasının bireylerin nakit talebinin artmasında önemli bir etken olduğunu belirtmiş ve buna ek olarak, bu yüksek oranlı artışı, yaşanan finansal derinleşme, düşen enflasyon ve oluşan güven ortamı sonucunda 2003 yılından itibaren bireylerin para talebinde gözlenmekte olan yapısal değişimin bir yansıması olarak değerlendirmiştir.

Mali sistemde 1980 sonrası gözlenen dinamik gelişmeye rağmen, hem bankacılık sektörünün mali sistem içindeki payı halen çok büyüktür hem de kendi yapısı itibariyle güçlü olmadığı söylenebilir. Ayrıca, tablo 4.6'dan da görüldüğü üzere bu yapı içinde kamu bankalarının da halen önemli bir ağırlığa sahip olduğu görülmektedir (Çolakoğlu, 2002: 20-21). Kamu bankalarındaki toplam mevduatın, toplam YTL mevduatındaki payı % 50'nin üzerindedir.

**Tablo 4.6 Türkiye’de Bankacılık Sektörüne İlişkin Bazı Rasyolar (%)**

	A	B	C	D	E
1980	-	14.9	25.5	-	100.0
1985	-	15.8	20.2	60.1	87.2
1986	-	19.6	25.5	71.9	82.6
1987	-	21.4	26.8	73.5	75.4
1988	-	17.6	22.5	64.9	72.9
1989	-	15.9	18.9	62.9	75.7
1990	-	16.4	18.8	74.4	75.1
1991	-	16.0	20.6	64.6	67.6
1992	-	16.8	22.1	67.3	62.5
1993	-	17.1	22.7	77.5	56.8
1994	-	14.8	19.9	51.0	49.9
1995	-	17.1	20.7	59.0	49.1
1996	61.0	20.7	24.4	57.0	51.6
1997	60.1	24.5	26.9	66.1	49.6
1998	61.6	20.7	22.0	56.3	55.4
1999	66.2	20.6	22.1	40.2	54.1
2000	58.5	21.0	22.4	47.1	54.7
2001	54.2	17.4	19.0	31.0	42.4
2002	54.2	11.9	13.2	24.7	43.7
2003	54.0	13.9	15.1	33.1	52.4
2004	56.7	18.2	19.3	42.7	56.7
2005	50.3	24.8	26.0	53.3	64.6

**Kaynak:** TCMB EVDS; DPT Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-2006).

A) Kamu Bankalarındaki Toplam Mevduat / Toplam YTL Mevduatı, B) Mevduat Bankaları Kredileri / GSMH, C) Net Kredi Hacmi / GSMH, D) Kredi / Mevduat, E) YTL Mevduatı / Toplam Mevduat.

Bu gelişmelerle birlikte, bilindiği üzere yurtiçi finans piyasalarının serbestleştirilmesinden beklenen amaç, ulusal tasarruf ve yatırım davranışlarının uyarılması ve ulusal yatırımlara aktarılacak fonların artırılarak kredi hacminin genişlemesiydi (Yeldan, 2001: 133). Ancak, tablo 4.6 bize, mevduat bankaları aracılığıyla yaratılan kredi hacminin milli gelire oranında, 1989 sonrasında anlamlı hiçbir değişikliğin olmadığını göstermektedir. Bu bağlamda, asli fonksiyonu reel

sektöre fon sağlamak olan bankacılık sektörünün bu fonksiyonunu yerine getiremediği görülmektedir.

Ayrıca, büyümeyi finanse edecek en önemli unsurlardan biri banka kredileridir. Finansal serbestleştirme politikasının teorik önermelerinde, sık sık faiz rekabetine ve bunun sonucunda, para piyasasındaki artan derinleşmeye değinilmektedir. Özellikle, Türkiye gibi para piyasası dışındaki finansal piyasaları henüz yeterince olgunlaşmamış ülkelerde, banka kredileri, büyümenin finansmanı için oldukça büyük bir öneme sahiptir. Yukarıdaki tabloda D sütununda kredi / mevduat oranı sunulmaktadır. Burada, bankaların, tasarrufçularla yatırımcılar arasında aracılık işlevini ne düzeyde gerçekleştirdiği anlayabilmek için kredi / mevduat oranlarına bakılması gerekmektedir. Bu oran, bankacılık sektörünün, aracılık işlevini yerine getirme performansını da göstermektedir. Finansal serbestleştirme politikalarının uygulanmaya başladığı 1990'lı yılların ilk yarısında, nispeten yüksek oranlarda seyreden kredi / mevduat oranları, daha sonra giderek azalan bir eğilim içine girmiştir. 2001 yılında yaşanan krizden sonra, toplanan mevduatın ancak % 30'lar civarındaki kısmı kredi kullanımı için ayrılmıştır. Hatta bu oran, 2002 yılında % 24,7'ye kadar gerilemiştir. Özellikle 1994-2002 arası dönemde, mevduatların krediye çevrilme oranları ciddi boyutlarda azalmıştır ve bankacılık sektörü, tasarrufçu ile yatırımcı arasında aracılık yapma işlevini kaybetmeye başlamıştır. Bu duruma sebep olan en önemli etken, kamunun para piyasasına fon talep eden bir unsur olarak girmesidir. Kamunun güvenilirliği ve yüksek faiz uygulaması ile rekabet edemeyen üretici kesimin, toplanan mevduattan aldığı pay giderek azalmıştır (Barbaros ve Erol, 2006: 20).

Yukarıda, özetle, Türkiye'de finansal piyasalarda görece bir derinleşmenin olduğunu söylemekle birlikte, bankacılık sektörüne ilişkin bazı temel rasyolarda birtakım olumsuzlukların olduğundan bahsettik. Ancak GEGP'nin uygulanmaya başladığı ve 2001 ve Örtük EH dönemi olarak kamuoyuna duyurulan 2002-2005 döneminde, dikkat edilecek olursa bu rasyolarda hızlı bir iyileşmenin olduğu ve açık enflasyon hedeflenmesinin uygulanmaya başlandığı 2006 yılına çok daha iyi bir ortamda girildiği görülmektedir. Örneğin; Kamu Bankalarındaki Toplam Mevduat /

Toplam YTL Mevduatı oranının % 56,7'den 2005'te % 50,3'e gerilediği, Mevduat Bankaları Kredileri / GSMH oranının 2002'de % 11,9 iken 2005'te % 24,8'e yükseldiği, Net Kredi Hacmi / GSMH oranının 2002'de % 13,2 iken 2005'te % 26'ya yükseldiği ve Kredi / Mevduat oranının 2002'de % 24,7 iken 2005'te % 53,3'e yükseldiği görülmektedir. Ayrıca, YTL Mevduatı / Toplam Mevduat oranının da 2001 sonrası süreçte hızla yükselerek ulusal paraya olan talebin arttığı gözlenmiştir.

### ➤ *Finansal İstikrar*

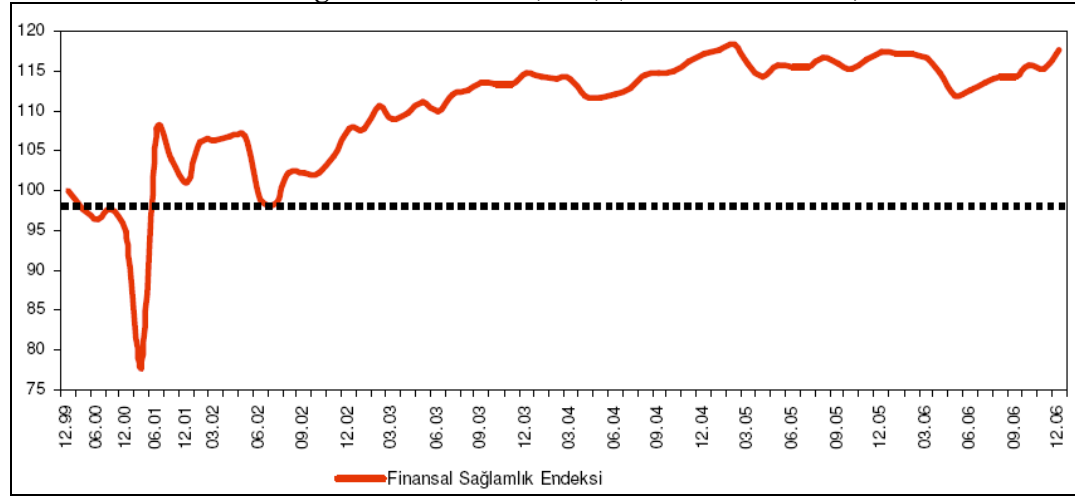
Şimdi de kısaca finansal istikrar konusuna değinelim. Bilindiği üzere, 2001 yılında MB Kanunu'nda yapılan değişiklikle finansal istikrar, Merkez Bankası'nın destekleyici amacı olarak belirlenmiş ve bu kapsamdaki sorumlulukları yine Kanun'la tanımlanmıştır. TCMB kanununda, "Finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almak" Merkez Bankası'nın temel görev ve yetkileri arasında sayılmıştır. TCMB, 2001 sonrası süreçte finansal istikrarın destekleyici amaç olduğunu kamuoyuna basın duyuruları ile de duyurmuştur. TCMB, "2003 Yılı Para Ve Kur Politikası Genel Çerçevesi" başlıklı duyurusunda şunları dile getirmiştir (TCMB, 2003a):

*"Merkez Bankası, finansal piyasalardaki istikrarı, fiyat istikrarına ilişkin politikaların etkin yürütülebilmesi için gerekli destekleyici amaç olarak görmektedir. Bu nedenle, yasal görevi fiyat istikrarını sağlamak olan Merkez Bankası, şimdiye kadar olduğu gibi, destekleyici amaç olan finansal istikrarı, fiyat istikrarı temel amacı ile çalışmeyecek şekilde, diğer sorumlu kurumlar ile birlikte gözetmeye devam edecektir."*

TCMB, finansal istikrar konusuna verdiği önemi, finansal istikrarın merkez bankalarının temel hedefi olan fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesinin gerekli ve tamamlayıcı bir koşulu olmasından kaynaklandığını belirterek açıklamaktadır. Buna göre, para politikasının etkin bir şekilde uygulanabilmesi finansal kurumların, ödeme sistemlerinin ve piyasaların aksaksız çalışmasına bağlı bulunmaktadır. Bu nedenle finansal istikrar TCMB tarafından, fiyat istikrarını hedefleyen para politikası uygulamasının ön şartlarından birisi olarak değerlendirilmektedir. Bu kapsamda TCMB, mali piyasaların izlenmesi, sistemi tehdit eden ve sistemik risk yaratan faktörlerin makro bazda değerlendirilmesi, finansal istikrarı bozabilecek unsurların tespiti ve

istikrarı sağlamak üzere gereken tedbirlerin alınmasının; para politikası uygulayıcısı, ödeme sistemleri sorumlusu ve son kredi mercii olan merkez bankaları açısından büyük önem taşıdığını vurgulamaktadır (Yılmaz, 2007b: 17-18). TCMB da bu bağlamda, finansal istikrara ilişkin makro düzeyde ve risk odaklı analizler yapmakta ve değerlendirmelerini Finansal İstikrar Raporu aracılığıyla yılda iki kez kamuoyu ile paylaşmaktadır.

**Grafik 4.13 Finansal Sağlık Endeksi (FSE) (1999:12 – 2006:12)**



**Kaynak:** TCMB (2007a: 60).

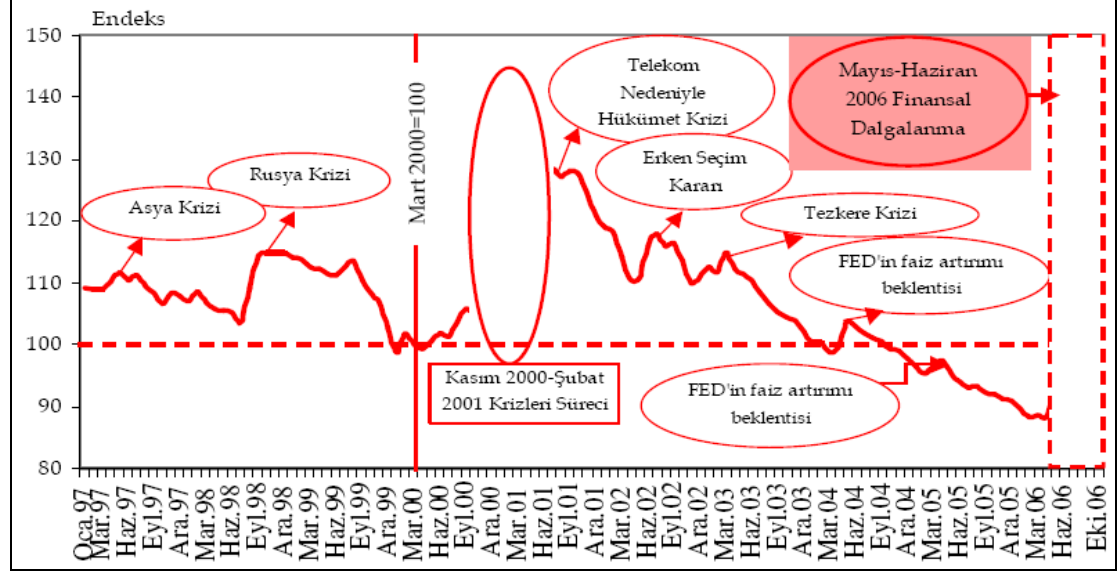
Not: Endeks değerindeki artış iyileşmeyi, azalış kötüleşmeyi göstermektedir.

2005 yılında TCMB tarafından ilki yayınlanmaya başlanan “Finansal İstikrar Raporu”nda finansal sistemin daha anlaşılır bir şekilde analiz edilebilmesi için *finansal sağlık endeksi (FSE)* sunulmaktadır.<sup>75</sup> FSE yukarıda grafiksel olarak gösterilmektedir. Endeksteki artış iyileşmeyi göstermektedir. Bu bağlamda, grafik 4.13’ten de açıkça görüldüğü üzere, Haziran 2002 döneminden itibaren FSE’de ciddi bir artış trendi yakalanmıştır. Ayrıca, 2006 yılının Mayıs ve Haziran aylarında görülen dalgalanmalara rağmen bankacılık sektörünün sağlamlığının bir göstergesi olarak izlenen FSE’deki düşüşün sınırlı olması sektörün kırılganlıklara karşı dayanıklı

<sup>75</sup> FSE’nin hesaplanmasına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. TCMB (2007a: 58-60). FSE’nin oluşturulmasında, bankacılık sektörünün risklerini ve kırılganlıklarını yansıtacak rasyolar seçilerek, bir “bileşik gösterge” ortaya konulmakta ve sektörün sağlamlığı bu endeksin ne yönde hareket ettiğine bakılarak incelenmektedir. Endeksin oluşturulmasında altı alt göstergeden yararlanılmaktadır, bunlar; aktif kalitesi, likidite, kur riski, faiz riski, kârlılık ve sermaye yeterliliği endeksleridir (TCMB, 2007a: 58).

olduğunu göstermektedir. Nitekim 2005 yılı sonunda 117,2 olan FSE, aktif kalitesi hariç diğer alt endekslerin düşüşüne bağlı olarak 2006 yılı Mayıs ayı itibariyle 111,8'e gerilemiş, Eylül ayında ise 114,3'e yükselmiştir (TCMB, 2006c: 88).

**Grafik 4.14 Finansal Stres Endeksi**



Kaynak: TCMB (2006c: 39).

TCMB tarafından Finansal İstikrar Raporu'nda ayrıca *finansal stres endeksi* de hesaplanmaktadır. Raporda, *finansal stres*; finansal piyasalardaki belirsizlik ve zarar beklentilerindeki değişiklik olarak tanımlanmaktadır. Bu bağlamda, finansal piyasalardaki stresin artması finansal istikrarın bozulması ve reel ekonomi üzerinde olumsuz etkilerin doğmasına yol açar. Bu çerçevede, finansal istikrarın önemli göstergelerinden biri olan finansal piyasalardaki stresin tespit edilebilmesi ve izlenebilmesi amacıyla, TCMB tarafından bazı göstergelerden yararlanılarak Türkiye için bir Finansal Stres Endeksi hesaplanmıştır.<sup>76</sup> Elde edilen grafik yukarıda sunulmaktadır. Finansal stres endeksinin, Kasım 2000-Şubat 2001 krizleri sonrasında dönem dönem sınırlı sayılabilecek yükselişler gösterse de düşüş eğiliminde olduğu görülmektedir. Ancak, Mayıs-Haziran 2006 döneminde, uluslararası makroekonomik dalgalanmaların ülkemize yansması sonucu endeks yükseliş kaydetmiştir. Bu

<sup>76</sup> Finansal Stres Endeksi'nin hesaplanmasına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. TCMB (2006c: 38-39).

yükselişte, tüm stres endeksleri artış göstermekle birlikte, özellikle döviz ve hisse senedi piyasasına ilişkin endeksleri artıran reel döviz kuru ve reel İMKB 100 endeksinin düşüşü ile kur ve İMKB 100 endeksi volatilitésinin artışı etkili olmuştur. Haziran ayından itibaren ise endekste bir düşüş görölmektedir (TCMB, 2006c: 38-39).

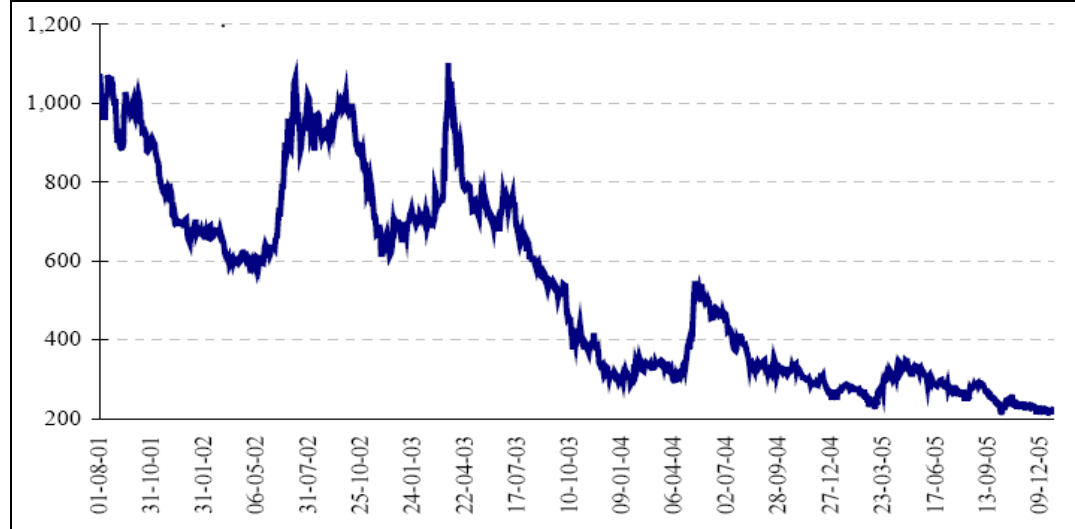
Bu bölümde son olarak Türkiye'deki risk primine de değinmek yararlı olacaktır. GEGP ile birlikte başlayan yeni süreçte maliye politikasının ödünsüz bir şekilde uygulanması, para politikasına oldukça kaktı sağlamıştır. Zira 4.2.3 bölümünde de bahsettiğimiz gibi mali disiplinden taviz verilmeyerek dört yıl arka arkaya yüksek faiz dışı fazla verilmesi, borç yükünün çevrilebilirliğine ilişkin kaygıları büyük ölçüde hafifletmiştir. Böylece, uzun yıllar para politikasının etkinliği önündeki en önemli engellerden birisi olarak görölen mali baskınlığın gündemdeki önemi ve mali disiplinin sürekliliği konusundaki kaygılar önemli ölçüde azaltmıştır. Bu durum, enflasyondaki dalgalanmanın azalmasını da etkisiyle, risk priminin düşmesini ve nominal ve reel faiz oranlarının gerilemesini sağlamıştır. Grafik 4.15'te, Türkiye'nin EH dönemine ilişkin risk primi sunulmaktadır. Grafikten de göröldüğü üzere, EMBI endeksinde kayda değer bir düşüş yaşanmıştır.<sup>77</sup>

Özetle, 2005 yılsonu itibariyle, bahsedilen birtakım olumsuzluklara rağmen, Türkiye'de EH rejiminin önkoşullarından olan finansal derinleşme ve finansal istikrar unsurlarında ilerleme kaydedildiği ve rejimin işlemlerini engelleyecek ölçüde bir problemin olmadığı söylenebilir.

---

<sup>77</sup> Buradaki ülke risk primi, ülkenin EMBI endeksi ile A.B.D. hazine kâğıtlarının getirileri arasındaki farktır. EMBI+ endeksi, gelişmekte olan 18 ülkenin Eurobond'larını, Brady tipi tahvillerini (Brady bonds) ve ikincil piyasası olan kredilerini (traded loans) içermektedir. Her ülkenin endeks içindeki ağırlığı farklıdır. Örneğin, EMBI+ endeksinde Brezilya'nın ağırlığı yüzde 23,2; Meksika'nın yüzde 18,8; Rusya'nın yüzde 17,3 ve Türkiye'nin yüzde 9,4'tür. Ayrıca, her ülke için ayrı ayrı EMBI+ endeksi hesaplanmaktadır (TCMB, 2007a: 1). Spreadlerin artması, Amerikan hazine tahvil ve bonolarının getirilerinin artması, yani ABD tahvillerine olan talebin dolayısıyla da Amerika'ya sermaye girişinin artması demektir. Bu da yatırımcılar ABD varlıklarına geçeceklerinden söz konusu bölgelerden sermaye çıkışı demektir. Spreadlerin düşmesi de tersi bir duruma işaret eder. ABD'de getiri oranları artarsa, endeks düşer (Yalçın, 2005: 38).

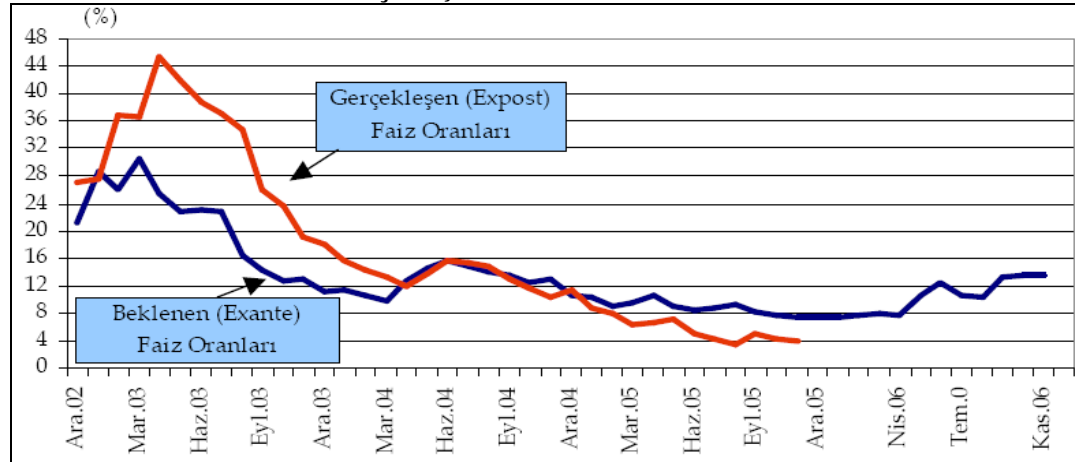
**Grafik 4.15 Örtük EH Döneminde Türkiye’de Risk Primi (EMBI Spread)**



**Kaynak:** Kara (2006: 5).

Not: EMBI (The Emerging Markets Bond Index): Gelişmekte Olan Ülkeler Tahvil Endeksi.

**Grafik 4.16 Beklenen ve Gerçekleşen DİBS Reel Faizleri**



**Kaynak:** TCMB (2006c: 7)

1) Beklenen reel faiz oranı =  $\frac{((1 + \text{nominal faiz oranı}) / (1 + \text{beklenen enflasyon oranı})) - 1}{1} * 100$

2) Gerçekleşen reel faiz oranı =  $\frac{((1 + 1 \text{ yıl önceki nominal faiz oranı}) / (1 + \text{gerçekleşen enflasyon oranı})) - 1}{1} * 100$ . Beklenen enflasyon oranı olarak, Merkez Bankasının yayımladığı aylık Beklenti Anketinde yer alan yıllık beklenen TÜFE rakamları alınmıştır.

### 4.3.5 Teknik Altyapının Sağlanması Koşulu

Teknik altyapının sağlanmasına ilişkin olarak da, TCMB tarafından yayınlanmış *EH Rejimi* kitapçığında, TCMB'nin gelecek dönem enflasyonunu öngörebilmek için

kullandığı bilgi setini<sup>78</sup> genişlettiği ve enflasyon tahmin modelleri geliştirdiği vurgulanmaktadır. Ayrıca, TCMB'nin organizasyon yapısı da EH rejimi çerçevesinde yenilenmiş, iletişim politikalarının etkin bir şekilde uygulanabilmesi için İletişim Genel Müdürlüğü kurulmuş, para politikasına ilişkin görev tanımları netleştirilmiş ve Araştırma Genel Müdürlüğü yeniden yapılandırılmıştır (TCMB, 2006a: 19).

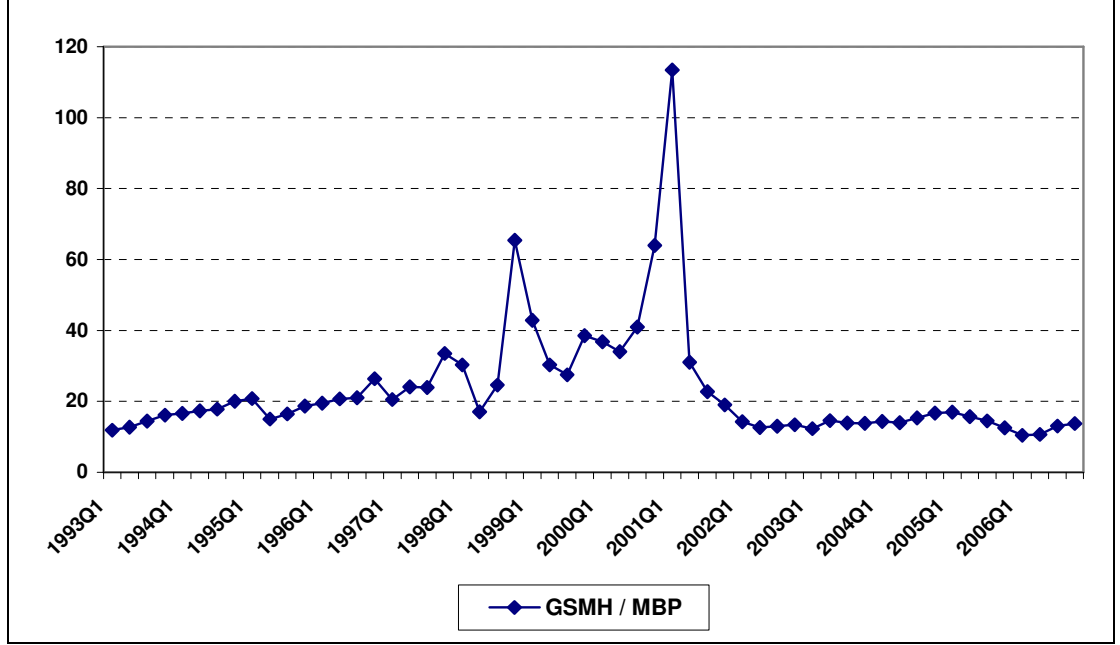
#### 4.3.6 Türkiye'de Dolarizasyon

Dolarizasyonun MB açısından en önemli olumsuz etkisi, para talebinde istikrarsızlığa yol açması ve dolayısıyla enflasyonun tahmin ve kontrol edilmesini güçleştirilmesi olarak karşımıza çıkmaktadır. Para talebinin istikrarını ölçmek için paranın dolaşım hızının istikrarını bir gösterge olarak kullanabiliriz. Örneğin GSMH/Merkez Bankası Parası (MBP) oranını bu çerçevede kullanırsak, grafik 4.17'de de görüldüğü üzere paranın dolaşım hızının 2001 öncesi dönemde daha dalgalı bir seyir izlediği ve 2001 yılı I. çeyrekte ise 113.5 birimlik bir değere ulaştığı görülmektedir. 2001 sonrasında ise GSMH/MBP oranı hızla düşmüş ve büyük ölçüde stabilize olmuş bir görünüm sergilemektedir. Bu sürecin arkasında yatan temel unsur, dolarizasyon sürecinin tersine dönmesidir.

---

<sup>78</sup> Merkez bankaları faiz kararlarını alırken çok geniş bir bilgi setinden yararlanmaktadırlar. Bu bilgi setinin içinde toplam arz ve toplam talep gelişmeleri, kamu maliyesi gelişmeleri, parasal göstergeler, beklentiler, fiyatlama davranışları, iç ve dış şoklar, verimlilik, istihdam ve ücretler, döviz kurları ve ödemeler dengesi gelişmeleri, merkez bankalarının kendi içsel enflasyon tahminleri gibi çok çeşitli unsurlar bulunmaktadır (TCMB, 2006a: 5).

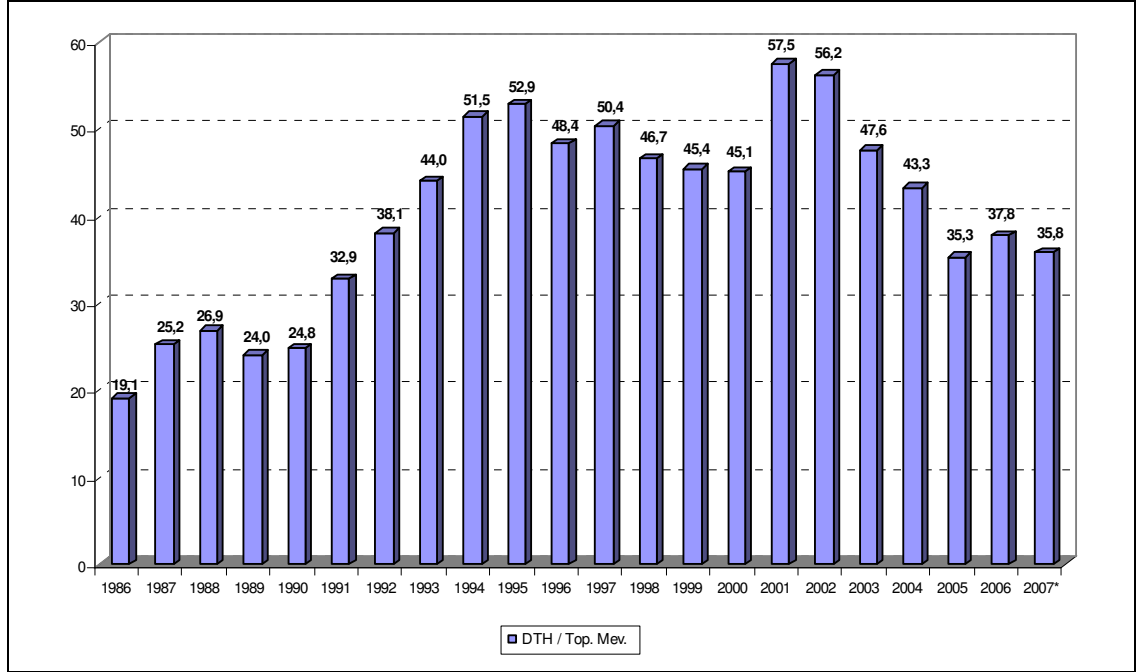
**Grafik 4.17 Paranın Dolaşım Hızı**



**Kaynak:** DPT Temel Ekonomik Göstergeler (Aralık 2001 – Eylül 2007)'den yararlanarak hazırlanmıştır.

Daha önceden de ifade edildiği üzere Türkiye’de 1980 dönüşümü ile birlikte başlayan finansal serbestleşme sürecinde yapılan düzenlemelerle, ticari bankaların da döviz cinsinden işlem yapmalarının önündeki engeller kaldırılmış ve yerleşiklerin döviz cinsinden mevduat sahibi olabilmeleri mümkün hale gelmiştir. Bu süreç içerisinde DTH, M2Y geniş tanımlı para arzının önemli bir parçası haline gelmiştir. Aynı zamanda bankacılık sisteminin yabancı para cinsinden varlık ve yükümlülüklerinin payı da artmaya başlamıştır (Serdengeçti, 2005e: 15). Literatürde genelde M2Y / DTH ya da DTH / Toplam Mevduat oranlarının dolarizasyon derecesinin göstergeleri olarak kullanıldığı görülmektedir. Burada DTH / Toplam Mevduat oranından faydalanılmıştır. DTH / Top. Mev. oranı hem yıllık bazda hem de aylık bazda olmak üzere iki grafik halinde aşağıda sunulmaktadır. 1986 yılı itibariyle DTH / Top. Mev. oranı % 19 civarındayken, hızla yükselerek 1988 yılında % 27 civarına gelmiştir. 1989 ve 1990 yılında bu oran nispi olarak düşmüş ve % 24'lere gerilemiştir. Ancak dolarizasyon oranı 1990'da % 24,8 iken, grafik 4.18'den de görüldüğü üzere 1995 yılında % 52,9 düzeyine yükselmiştir.

**Grafik 4.18 Türkiye’de Dolarizasyon Süreci (Yıllık bazda) <sup>a</sup>**

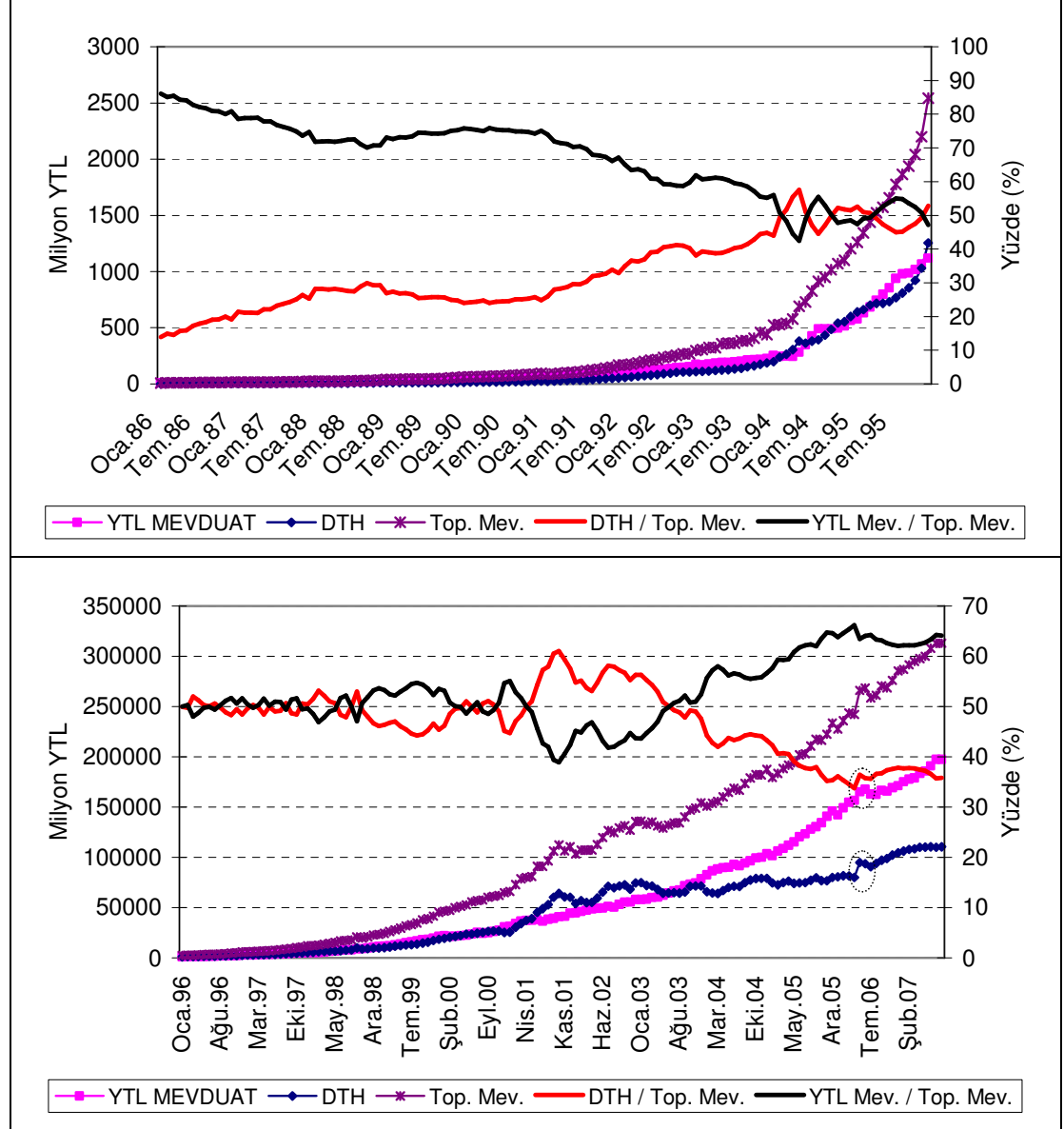


**Kaynak:** TCMB EVDS.

\* 2007 Yılı için geçici veriler. (Ağustos ayı itibariyle). <sup>a</sup> Toplam mevduat, bankalararası mevduatı kapsamamaktadır.

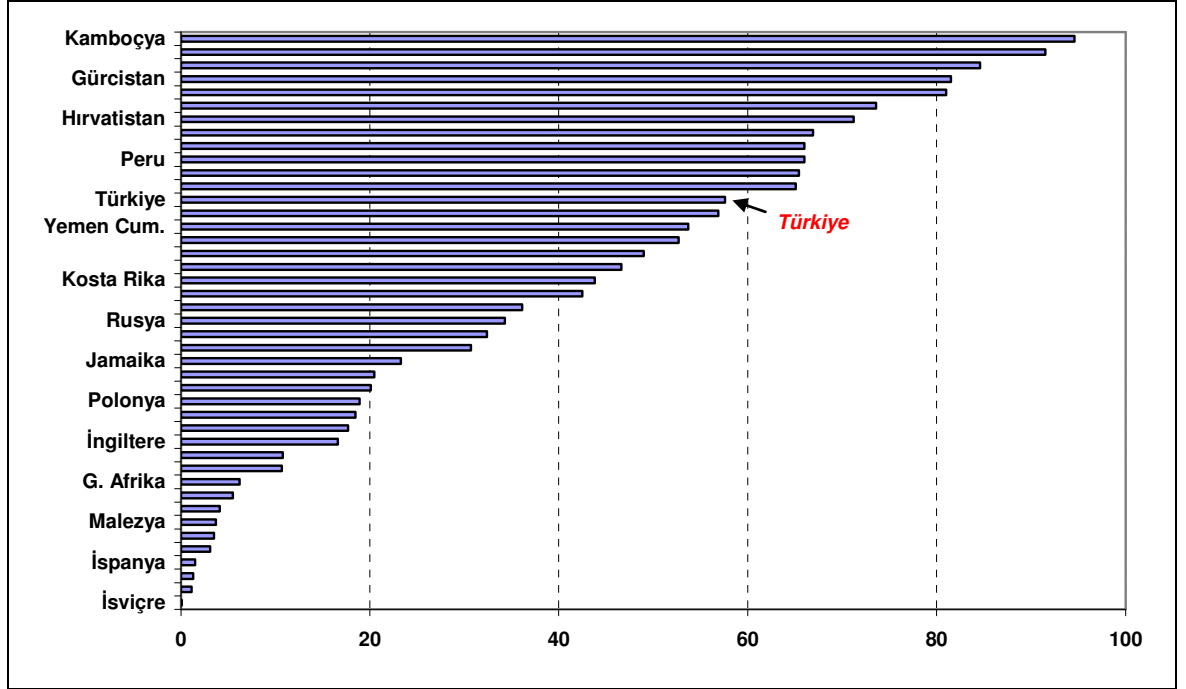
Grafik 4.18 ve 4.19’den, DTH’nin toplam mevduat içindeki payının 1990’ların ikinci yarısından 2001 yılına kadar olan dönemde % 45-55 bandında hareket ettiği ve daha önceki dönemlere nispeten kemikleşmiş bir yapı kazandığı gibi görülmektedir. Ayrıca, söz konusu dönemde enflasyonda ve kurlarda yaşanan dalgalanma dikkate alındığında, dolarizasyonun fiyat ve kur hareketlerinden görece olarak daha bağımsız hale geldiği anlaşılmaktadır. 2001 yılına gelindiğinde ise dolarizasyon oranı % 57,5’e çıkmış ve Türkiye dünyada dolarizasyon oranının en yüksek olduğu ülkelerden biri olmuştur (bkz. grafik 4.20).

**Grafik 4.19 Türkiye’de Dolarizasyon Süreci ve Portföy Tercihlerinin Değişimi (Aylık bazda)**



Kaynak: TCMB EVDS.

**Grafik 4.20 Bazı Ülkelerde DTH / Top. Mev. Oranı (2001 yılı itibariyle)**



**Kaynak:** Nicoló, Honohan ve Ize (2003: 33-35).

1983–2001 döneminde yaşanan dolarizasyonun temel nedenleri şu şekilde özetlenebilir (Serdengeçti, 2005d: 47):

- Makroekonomik istikrarsızlık;  
—Kronik ve yüksek enflasyon,  
—Enflasyondaki oynaklığın kurlardaki oynaklıktan görece olarak daha yüksek olması.
- Eksik piyasa düzenlemeleri;  
—Yabancı para mevduata devlet garantisi,  
—Riskten korunma araçlarının gelişmemiş olması,  
—Denetim eksikliği.
- Ekonomi politikalarına yönelik güven kaybı.

Eylül 2001’de % 60,6 olan DTH / Top. Mev. oranı, Ocak 2002’de % 54,8’e gerilemiş ve sonra 2002’nin Temmuz ayına kadar tekrar yükseliş trendine girmiştir. Fakat bu süreçten sonra dolarizasyon oranının günümüze kadar olan seyrine baktığımızda, zaman zaman seçim, savaş ve küresel likidite algılamalarındaki değişiklikler ile iç ve dış konjonktürdeki bazı gelişmeler nedeniyle kesintiye uğrasa da ters dolarizasyon sürecinin başladığı görülmektedir (Serdengeçti, 2005e: 17).

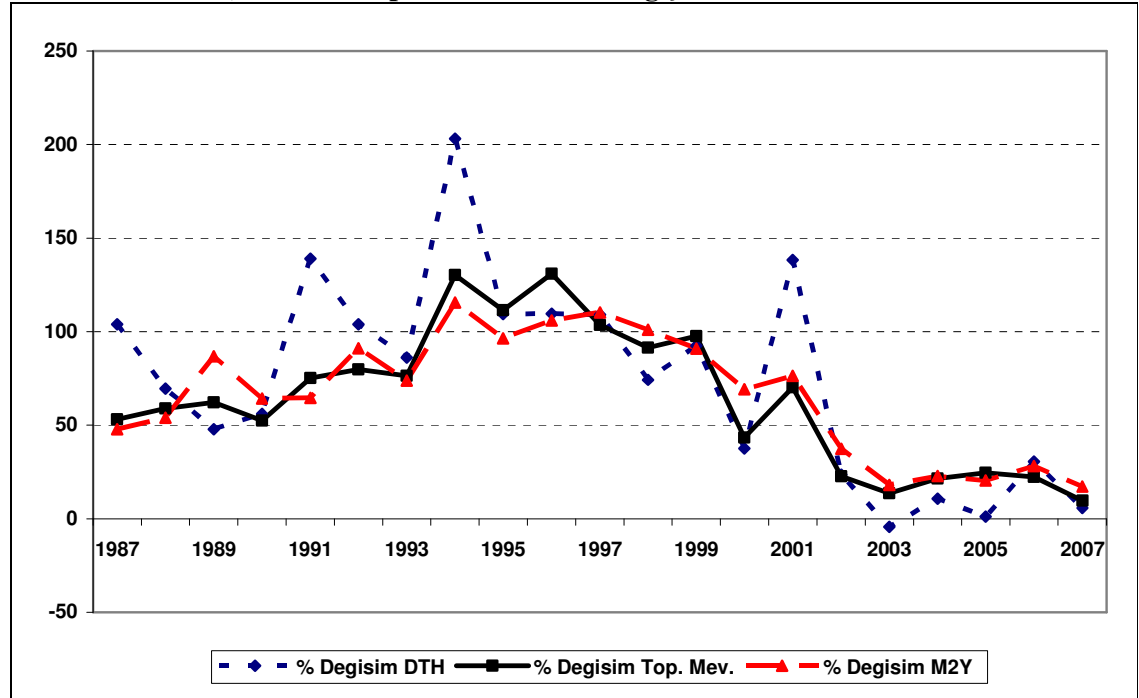
Özellikle 2002 yılının ikinci yarısı ile birlikte başlayan ters dolarizasyon sürecine yol açan temel etkenler; bu dönem içerisinde sıkı para ve maliye politikalarının kararlı bir şekilde uygulanması, yapılan yapısal reformlar ve piyasa düzenlemeleri ile örtük enflasyon hedeflemesine geçilerek dalgalı kur rejiminin benimsenmesi olarak özetlenebilir. Nihayetinde, süreç sonunda tek haneli enflasyon rakamlarına ulaşılmış ve döviz kuru riski artık piyasaya yerleşmiştir. Bu bağlamda da daha önce bahsettiğimiz portföy yaklaşımı çerçevesinde enflasyon – kur oynaklığı azalmıştır (Serdengeçti, 2005d: 49).

Ters dolarizasyon sürecinde yatırımcıların portföy tercihleri de Türk parası cinsinden yatırım araçları lehine değişmeye devam etmektedir ve bu süreç Türk parasının değer kazanma sürecini destekler niteliktedir (Yılmaz, 2006a: 67). Grafik 4.19'da, YTL mevduatlarının toplam mevduat içindeki payının, 2003 yılının ikinci yarısından itibaren DTH'nin toplam mevduat içindeki payını geçtiği ve hızla yükseldiği görülmektedir. Grafikten, DTH / Top. Mev. oranının Mayıs-Haziran 2006 döneminde finansal piyasalarda yaşanan dalgalanma sonucu sıçrama gösterip Nisan 2007'ye kadar tekrar yükselişe geçtiği de açıkça görülmektedir.

Akıncı, Özer ve Usta (2005) tarafından yapılan çalışmada da dolarizasyona ilişkin çeşitli endeksler oluşturulmuş ve çalışmada oluşturulan tüm endekslerin Türkiye'de son yıllarda yaşanan ters dolarizasyon sürecini doğrulamakta olduğu yönünde tespit yapılmıştır. Ancak, yazarlar tarafından ve TCMB tarafından da dolarizasyonun hala yüksek olduğu da vurgulanmaktadır. Diğer taraftan dolarizasyon oranı olarak kullandığımız M2Y, DTH ve Toplam Mevduat serilerinin 2001 sonrasındaki seyri önemli bir ayrıntıyı da sunmaktadır. Zira 2001 sonrası dönemde dolarizasyon oranında açık bir azalış seyri kaydedilmekle birlikte, dolarizasyon oranı olarak DTH / M2Y ve DTH / Top. Mev. oranını kullandığımızda, bu azalışın gerek M2Y'nin gerekse toplam mevduatın DTH'dan daha hızlı bir artış sergilemesinden kaynaklanmış olduğu görülmektedir (bkz. grafik 4.21). Bu hususa Metin-Özcan ve Us (2006: 106) tarafından da değinilmiş ve bu bağlamda, mevcut durumda dolarizasyon oranında yaşanan azalış eğilimini dedolarizasyon olarak ifade etmenin aşırı iyimserlik

göstergesi olduğu vurgulanmıştır. Metin-Özcan ve Us (2006: 107), ayrıca, DTH'nın önemli bir kısmının makroekonomik göstergelerden bağımsız, durağan bir görünüm arz etmesi ve halen dolarizasyonun makroekonomik istikrarsızlık göstergeleri olan enflasyon volatilitesi ve kur volatilitesine olan duyarlılığı nedeniyle, dolarizasyonun azalış eğilimine ihtiyatla yaklaşılması gerektiğini ifade etmişlerdir.

**Grafik 4.21 DTH, M2Y ve Toplam Mevduatta Değişim Hızları (%)**



Kaynak: TCMB EVDS.

Ters dolarizasyon sürecinin başarıyla sonuçlanması için sıkı para ve maliye politikalarının devam etmesi ve politikalara olan güvenin daha da artması gerekmektedir. Bu politikalar sonucunda kalıcı hale getirilecek olan makroekonomik istikrar ters dolarizasyon sürecinin devamını sağlayacak ilk koşuldur (TCMB,2007c: 4).

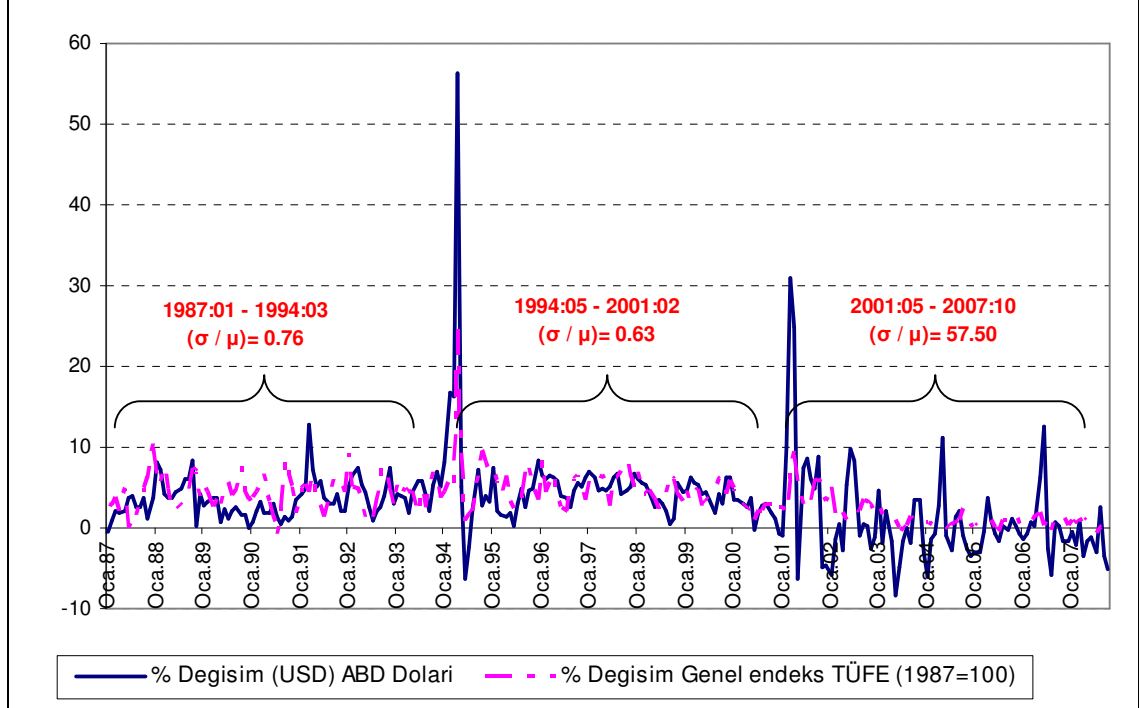
#### 4.3.7 Türkiye’de Döviz Kurundan Fiyatlara Geçiş Etkisi

Döviz kuru şoklarının yurtiçi fiyatlar üzerindeki etkisinin anlaşılması ve belirlenmesi fiyat istikrarını örtük ya da açık olarak temel hedef kabul eden bir parasal

otorite için önem arz etmektedir. Zira özellikle, döviz kurunun sermaye girişlerine duyarlı olduğu küçük, açık ve gelişmekte olan ekonomiler için bu tür şoklar enflasyon hedefine ulaşılması konusunda engel teşkil edebilmektedir.

Yine daha önceden değindiğimiz üzere, makroekonomik anlamda döviz kuru enflasyon ilişkisinin açıklayıcılarından birisi, enflasyon bekleyişleri ve endeksleme mekanizması aracılığı ile yapılabilmektedir. Bu bağlamda Türkiye'deki durumu incelediğimizde; yüksek ve dalgalı enflasyon eşliğinde, istikrar programlarının başarısız olması ve sık yaşanan ekonomik krizlerin yol açtığı uzun süre devam eden belirsizlik ortamı, güçlü bir endeksleme mekanizmasının oluşmasına yol açmış ve dalgalı kur rejiminin uygulanması öncesi döviz kurunu enflasyon beklentilerinin temel belirleyicisi haline getirmiştir. Özetle; Türkiye'de uzun dönem uygulanan “yönetilen döviz kuru rejimi (managed float)”, zaman içinde, dolaylı olarak enflasyon bekleyişlerini etkilemiş ve endeksleme mekanizmalarını güçlendirmiştir. Özellikle, 1994 sonrası Türk lirasındaki reel değerlenmeyi önlemeye yönelik olarak uygulanan *enflasyon oranı kadar kur artış oranı politikası*, endeksleme mekanizmasını iyice kuvvetlendirmiştir (Başçı, Özel ve Sarıkaya, 2007: 5 ve Serdengeçti, 2004: 11-12). Grafik 4.22'de aylık bazda olmak üzere kur-enflasyon ilişkisi görülmektedir. Döviz kurundaki oynaklığın daha düşük olduğu Mayıs 2001 öncesi dönemde döviz kuru ve enflasyonun daha net bir şekilde eşanlı hareket ettiği görülmekte ve etkileşimin daha güçlü olduğu görülmektedir. Ancak daha sonraki dönemde, dalgalı kur rejimine de geçilmesiyle beklendiği gibi kurdaki oynaklık artmış ve kur – enflasyon ilişkisindeki eşanlı hareket önceki döneme görece olarak zayıflamıştır.

**Grafik 4.22 Döviz Kuru – Enflasyon Etkileşimi (1987 – 2007)**



**Kaynak:** Yazarın kendi hesaplamaları (TCMB EVDS).  $(\sigma / \mu)$  = (standart sapma / ortalama) = Değişim katsayısı. Değişim katsayıları döviz kuruna ilişkin değerleri yansıtmaktadır. Döviz kuru nominal ABD dolarıdır. Değişim katsayılarının hesaplanmasında ekstrem değerlerin olduğu kriz dönemleri dahil edilmemiştir (1994:4, 2001:3-4).

Döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisinin literatürde boyut (miktar) ve zamanlama (hız) açısından ele alındığı görülmektedir. TCMB Nisan 2003 tarihli para politikası raporunda bu çerçevede iki farklı tanım yapılmıştır: *geçişkenliğin yavaşlaması* ve *geçişkenliğin azalması*. Buna göre; geçişkenliğin azalması, döviz kurundaki herhangi bir değişimin fiyatlar üzerindeki kümülatif etkisinin azalması şeklinde tanımlanmıştır. Diğer yandan geçişkenliğin yavaşlaması, döviz kuru ve fiyatlar arasındaki ilişkinin gecikmeli hale gelmesi anlamında kullanılmıştır (örneğin bu ay içindeki döviz kuru artışının üç ay sonra fiyatlara yansması gibi). Raporda, bu iki kavramın birbirinden bağımsız olmamakla birlikte, böyle bir sınıflandırmanın ekonomik birimlerin karar alma süreçlerindeki değişimin (eğer varsa) daha iyi anlaşılabilmesine ve davranışsal kökenlerinin ayrıştırılmasına yardımcı olacağı belirtilmiştir (TCMB, 2003c: 14).

Kur - fiyat geçişkenlik ilişkisinde *yavaşlama* olup olmadığını irdelemek için döviz kuru ve fiyatlardaki değişimlerin dinamik korelasyon katsayıları hesaplanmıştır. Döviz kuru olarak nominal ABD dolar kuru, fiyat olarak da TÜFE alınmış ve aylık yüzde değişim olarak belirli dönemler dahilinde korelasyon katsayıları hesaplanmıştır. Dönem ayırımı yapılırken temel olarak dalgalı kur öncesi ve sonrası baz alınmış ve bu dönemlerde kendi aralarında ara dönemlere ayrılmıştır.

**Tablo 4.7 1987:1-2007:10, *i* Dönem Gecikmeli Döviz Kuru Değişim Oranı ile TÜFE Artış Oranı Arasındaki Dinamik Korelasyon Katsayıları**

TÜFE, KUR(- <i>i</i> )				
<i>i</i>	1987:01 – 1995:01	1995:02 – 2001:02	2001:03 – 2007:10	2001:06 – 2007:10
0	0.67	0.29	0.48	0.17
1	0.33	0.41	0.54	0.25
2	0.06	0.28	0.32	0.29
3	-0.08	0.19	0.29	0.41
4	-0.16	0.06	0.23	0.37
5	0.04	0.05	0.30	0.31
6	0.17	0.03	0.40	0.25
7	0.14	0.02	0.30	0.12
8	0.13	0.18	0.12	-0.02
9	0.14	0.20	0.14	-0.09
10	0.08	0.18	0.11	-0.10

**Kaynak:** Yazarın kendi hesaplamaları. (TCMB EVDS'den alınan veriler ile).

**Notlar:** Döviz kuru artışı için aylık ortalama nominal ABD dolar kurunun değişim oranı kullanılmıştır. (Kurdaki *t* ayındaki değişim ve fiyat endeksindeki *t + i*. Kalın punto ile işaretlenen değerler her bir dönem içerisindeki en yüksek korelasyon katsayısını ifade etmektedir.

Tablo 4.7'de görüldüğü üzere, 1987:01 – 1995:01 döneminde en yüksek korelasyon katsayısının sıfıncı gecikmede olduğu görülmektedir. Yani enflasyon ve kur arasında bir çeşit eşzamanlı endeksleme mekanizmasının olduğu görülmektedir. Bunun anlamı kurdaki değişmelerin fiyatlara anında yansıdığı gerçeğidir. 1995:02 – 2001:02 ara döneminde ise, en yüksek korelasyonun birinci gecikmede olduğu yani, enflasyonun döviz kurundaki değişmeleri bir ay gecikmeyle takip ettiği gözlenmektedir. Diğer taraftan dalgalı kur rejime geçilen ve günümüze kadar olan süreci yansıtan 2001:03 – 2007:10 döneminde de enflasyonun döviz kurundaki değişmeleri bir ay gecikmeyle takip ettiği gözlenmektedir. Ancak 2001:06 – 2007:10 dönemine bakılırsa fiyat ve kur değişimleri arasındaki en yüksek korelasyon katsayısının üç aya yükseldiği

görülmektedir. Bir başka deyişle,  $t$  anındaki kur değişim oranı ile  $t + 3$  dönemindeki enflasyon arasında güçlü bir bağlantı bulunmuştur.

Bu analizde altı çizilmesi gereken husus, dalgalı kur rejimine geçişten sonraki birkaç aylık dönemde kur-enflasyon ilişkisinin dinamik korelasyon yapısının belirgin bir değişim göstermediği, bununla beraber Mayıs 2001'den sonraki dönemde bu yapının değiştiği gözlemdir. TCMB (2003c: 14) tarafından da değinildiği üzere, kur-enflasyon ilişkisindeki kırılma dalgalı kur rejimine geçişten hemen sonra değil, Mayıs 2001'den sonra yani Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nın uygulamaya konulmasından sonra ortaya çıkmıştır. Bu sonucun iktisadi açıklaması bu bağlamda, ekonomik birimlerin dalgalı kur rejimini algılamaları ve davranış biçimlerine yansıtılmalarının zaman aldığı şeklinde yapılabilir.

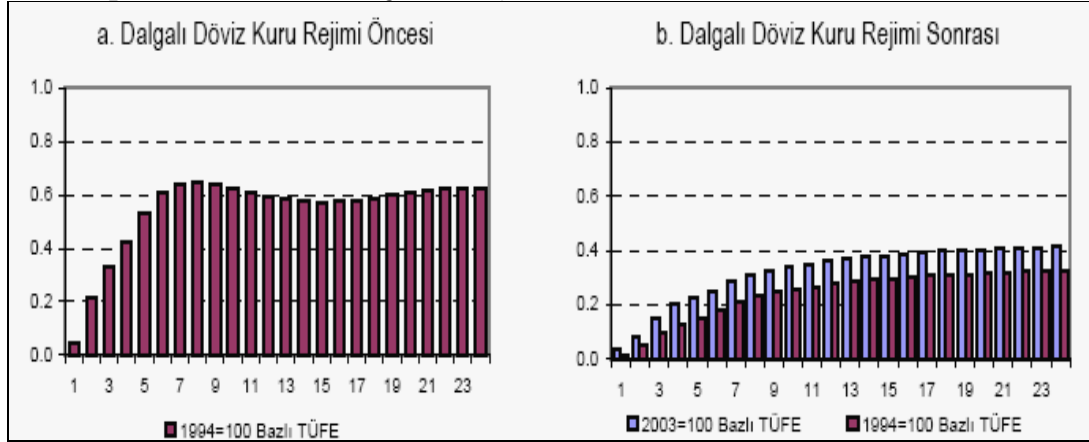
Bu açıklamalarla beraber, aynı para politikası raporunda da ifade edildiği üzere, kurdan fiyatlara geçişin azalması konusunda tablo 19'a bakarak yorum yapmak hatalı olabilecektir. Çünkü tabloya bakarsak, aynı ay içerisindeki korelasyonun azalırken üç ay gecikmeli korelasyonların arttığı gözlenmektedir.

TCMB tarafından 2006 yılı birinci çeyrek dönemine ilişkin Enflasyon Raporu'nda yer alan bir çalışmada, geçiş etkisinin dalgalı kur rejimi öncesi ve sonrası nasıl değiştiği hem hız hem de miktar olarak belirlenmiş, ayrıca yeni endeks olarak nitelendirilen 2003 temel yıllık TÜFE için de hesaplamalar yapılmıştır. Böylece yeni endeksle birlikte geçişkenliğin değişip değişmediği incelenmiştir. Çalışmada McCarthy (1999) tarafından kullanılan VAR (vektör otoregresyon) modeli dikkate alınmış ve nihayetinde elde edilen hesaplamalar grafik 4.23'te sunulmuştur.

Grafikten de açık bir şekilde görüldüğü üzere, dalgalı kur rejimi öncesi dönemde, döviz kurundan tüketici enflasyonuna geçişin büyük bir kısmının (% 80'ninin) 4-5 ay gibi kısa bir dönemde tamamlandığı gözlenmektedir. Bununla birlikte, dalgalı kur rejimi sonrasında ise bu sürenin yaklaşık 1 yıl (10-11 ay) sürdüğü görülmektedir. Ayrıca, 2003 temel yıllık yeni endeks dikkate alındığında yine döviz

kurundan enflasyona geçiş etkisinin zayıfladığı, ancak bu zayıflamanın boyutunun 1994 temel yıllık endekse göre daha sınırlı olduğu dikkat çekmektedir. Yeni endekste ayrıca, geçişkenliğin % 80'inin tamamlanması 9-10 ay ile eski endekse göre daha kısa sürede gerçekleşmektedir. Eski endekste, dalgalı kur rejimi öncesi, 24 ayın sonunda döviz kurundaki değişimin % 63'ü tüketici enflasyonuna yansırken, dalgalı kur rejimi sonrasında % 33'ü yansımaktadır. Yeni endekste ise dalgalı kur rejimi sonrasında kurdaki değişimin % 42'si tüketici enflasyonuna yansımaktadır (TCMB, 2006d: 18-19).

**Grafik 4.23: Döviz Kurundan Tüketici Enflasyonuna Geçiş Etkisi (VAR Yöntemi ile Hesaplanan Kümülatif Geçiş Katsayıları)<sup>79</sup>**



Kaynak: TCMB (2006d: 18).

Görüldüğü üzere 2003 yılı TÜFE endeksinde, hem geçiş etkisinin tamamlanma süresi daha kısa hem de geçiş etkisinin boyutu 24 ay sonunda daha yüksektir. Bunun temel nedeni olarak, 2003 yılı TÜFE endeksinde, özellikle kira kaleminin sepet içerisindeki ağırlığının azalmasıyla, döviz kuruna duyarlılığı daha yüksek olan dış ticarete konu olan malların görece ağırlığının artmasının etkili olduğu ifade edilmektedir. Yani, bu sonuçlar 2001 yılı sonrasında geçişkenlikte gözlenen zayıflamaya karşılık, yeni tüketici fiyat endeksi özelinde döviz kuru ve ithalat fiyatlarının halen önemini koruduğuna işaret etmektedir (TCMB, 2006d: 18-19).

<sup>79</sup> Geçiş etkisinin hesaplanmasına ilişkin yöntemsel açıklama ve daha detaylı bilgi için bakınız: Kara ve Ögünç (2005), McCarthy (1999). Ayrıca, konuyla ilgili diğer kapsamlı çalışmalar için bakınız: Arat (2003), Kara vd. (2005).

Özetle, yeni endekste geçişkenlik eski endekse göre daha kuvvetli ancak eğilim yine aşağı yönlüdür. TCMB bünyesinde yürütülen çalışmalar, 2001 krizi sonrası döviz kurundaki gelişmelerin fiyatlara yansımaları konusunda belirgin bir kırılma yaşandığına işaret etmektedir. Özellikle, dış ticarete konu olmayan mallarda, tarihsel olarak yüksek seyreden kurdan fiyatlara geçiş etkisinin zayıflamış olduğu ifade edilmektedir (Serdengeçti, 2005c: 12). Diğer taraftan, TCMB tarafından kaydedilen göreceli ilerlemeye rağmen mevcut geçiş etkisinin hala yüksek olduğu da vurgulanmaktadır. Ayrıca Başçı, Özel ve Sarıkaya (2007: 7), çok önemli bir noktaya dikkat çekmektedirler. Yazarlara göre, Türkiye’de geçişkenlik katsayısını tahmin etme amacıyla son zamanlarda yapılan ekonometrik çalışmaların, yurtdışı paranın sadece devamlı değerlendirildiği bir trende tanıklık eden bir dönemi kapsadığı için örneklem özelliklerinden etkilenebilecektir. Böyle bir durumda zaman içinde geçişkenlik katsayısının aşağı yönlü eğiliminin yalnızca, dalgalı kur rejiminin benimsenmesi ile ortaya çıkan dezenflasyon sürecini yansıtabileceği belirtilmiştir. Gerçekte, doğru belirlenmiş bir geçişkenlik etkisinin, enflasyonun tersi bir duruma reaksiyon gösterdiği durum için de test edilmesini gerektirdiği ifade edilerek, bu bağlamda, yurtdışı paranın önemli derecede değer kaybına uğramış olsaydı tahmin edilen katsayıların nasıl değişeceği sorusunun hala belirsiz olduğu vurgulanmıştır.

## BEŞİNCİ BÖLÜM

### 5. TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI ARAÇLARI İLE ENFLASYON ARASINDAKİ İLİŞKİNİN AMPİRİK ANALİZİ

#### 5.1 Literatür Taraması

Rejiminin uygulanabilmesi için gerekli ön koşullardan bir diğeri de para politikası araçları ile enflasyon arasında öngörülebilir ve istikrarlı bir ilişkinin olması hususudur. Zira, MB tarafından kullanılacak para politikası araçları ile enflasyon arasında öngörülebilir ve istikrarlı bir ilişki olmadığı takdirde güvenilir enflasyon tahminleri yapmak ve enflasyonu kontrol etmek zorlaşacaktır. Bu noktada, enflasyon öngörülerinin EH rejiminde, para politikasına yön verecek şekilde para politikasının önemli bir ara hedefi rolü oynadığını vurgulamak gerekir. Ayrıca, başarılı bir enflasyon tahminlemesi de, para politikasının yürütülmesinde politika yapımcılar için gerekli bir araç olarak karşımıza çıkmaktadır (Hoffmaister, 1999: 6).

Bu bölümde, iktisat yazınında yer alan ve çalışmamızın ampirik analiz bölümünü ilgilendirdiği düşünülen; dünyada ve Türkiye’de para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkiyi, parasal aktarım mekanizmasının işleyişini ve enflasyonun öncü göstergelerini incelemeye yönelik yapılmış birtakım çalışmalar hakkında kısaca bilgi verilecektir.

Gottschalk ve Moore (2001), EH rejiminin uygulanabilirliğini Polonya örneğinde incelemiştir. Yazarlar politika araçlarının enflasyon üzerindeki etkilerini, 1992:1 – 1999:8 dönemi aylık veriler kapsamında ve nominal döviz kuru, 3 aylık hazine bonusu faiz oranı, sanayi üretim endeksi, TÜFE ve Polonya’nın ticaret partneri olan Almanya’nın sanayi üretimini ele alan 5 değişkenli VAR modeli kapsamında incelemiştir. Çalışmada yazarlar, 1990’lı yıllarda döviz kurunun politika aracı olarak dominant bir rol oynadığını, bununla birlikte kısa vadeli faiz oranı ile enflasyon arasındaki bağlantının zayıf olduğunu tespit etmiştir. Bu bulgular eşliğinde yazarlar, EH stratejisinin, hedef aralığının genişletilmesi ya da hedef ufkunun uzatılması gibi çeşitli

yollarla modifiye edilmesinin yararlı olacağını ileri sürmektedir. Bu çalışmanın aksine, Christoffersen, Sløk ve Wescott (2001) tarafından yine Polonya için VAR yöntemi kullanılarak yapılan analizde, enflasyon ile para politikası araçları arasında önemli ilişkiler olduğu yönünde birtakım bulgulara ulaşılmış, EH stratejisinin diğer önkoşullarının da sağlandığı ifade edilerek bu bağlamda EH uygulamasının Polonya için makul olduğu ileri sürülmüştür.

Tutar (2005), para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkiyi enflasyon hedeflemesinin bir önkoşulu olarak Türkiye için analiz etmiştir. Yazar 1987:1 – 2003:4 tarihleri arasındaki çeyrek dönemleri kapsayan ve 5 değişkenden oluşan VAR modelini etki-tepki ve varyans ayırıştırma analizleri yaparak uygulamıştır. Yazar modele M1 para arzı, rezerv para, TÜFE, nominal döviz kuru, reel GSYİH ve 3 aylık hazine bonusu faiz oranlarını değişken olarak dahil etmiştir. Para politikasının M1 ve rezerv para olduğu 2 farklı model sonuçlarına göre; parasal büyüme şoklarının enflasyon üzerinde öngörülebilir bir etki yaratmadığı, ve enflasyonun faiz oranlarındaki şoka verdiği tepkinin de ikinci çeyrekte itibaren istatistiksel olarak anlamını yitirdiği tespit edilmiştir. Özetle çalışmada; para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkinin öngörülebilir ve güçlü olmadığı ileri sürülmüştür.

Bozkurt (2006), parasal hedefleme stratejilerini detaylı olarak incelediği çalışmasında Türkiye için uygun politika seçimlerini belirlemeye çalışmıştır. Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesi rejimi de incelenmiş ve stratejinin bir önkoşulu olarak parasal büyüklükler ile enflasyon arasındaki ilişki ampirik olarak sınanmıştır. Yazar 1987:1 – 2003:4 tarihleri arasındaki çeyrek dönemleri kapsayan ve M1, TÜFE, nominal döviz kuru, GSYİH ve faiz oranları (i) kullanılarak, M1-TÜFE, M1-TÜFE-i, M1-TÜFE-Kur ve M1-TÜFE-i-GSYİH'dan oluşan dört farklı VAR modeli tahmini yapmıştır. Yazar ayrıca seriler arasındaki uzun dönemli ilişkilerin tespiti için eşbütünleşme analizi de yapmıştır. Yazar özet olarak; kurduğu dört modelde de yapılan eşbütünleşme testlerinin parasal büyüklükler ve enflasyon arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığını vurguladığını öne sürmektedir. Ancak yazara göre, enflasyon dinamikleri üzerinde para arzı, faiz oranı, döviz kuru ve GSYİH gibi değişkenlerin

sınırlı da olsa etkilerinin olduğu gözlenmiş olmasına rağmen, tam olarak öngörülebilir bir ilişkinin varlığından söz etmenin mümkün olmadığı vurgulanmıştır. Bu bağlamda yazara göre, enflasyonun kontrol altında tutulmasında en önemli unsur olarak ekonomik birimlerin enflasyonist beklentileri önplana çıkmakta ve dolayısıyla fiyat istikrarının sağlanabilmesi için enflasyonist beklentilerin kırılması gerekmektedir.

Kasapoğlu (2007) tarafından yapılan çalışmada ise parasal aktarım mekanizması Türkiye örneğinde analiz edilmekle beraber, akatarım mekanizması dahilinde oluşturulan model bize birtakım para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkilere yönelik bilgiler de sunmaktadır. Yazar tarafından Türkiye’de parasal aktarım mekanizmasını analiz etmek için M1 para arzı, faiz (bankalararası gecelik ağırlıklı ortalama basit faiz oranı), kur (TCMB dolar alış kuru), enflasyon (TÜFE aylık % değişim), sanayi üretim endeksi (1987=100), İMKB Ulusal 100 endeksi (1986=1) ve krediden (bankacılık sektörü toplam yurtiçi kredileri, YTL) oluşmak üzere 7 değişkenden oluşan VAR modeli oluşturulmuştur. Çalışmada 1990:1 – 2006:7, 1990:1 – 2000:11 ve 2001:3 – 2006:7 dönemleri olmak üzere 3 farklı dönem analiz edilmiştir. Çalışmada temelde, etki-tepki fonksiyonları kullanılarak, Türkiye’de parasal şokların hangi aktarım kanalları yoluyla fiyatları ve reel aktiviteyi etkilediği tespit edilmeye çalışılmıştır. Etki-tepki fonksiyonu sonuçlarına göre, faiz şoklarının döviz kurunu ve enflasyonu arttırdığı tespit edilmiş ve yazar bu durumu döviz kurlarındaki spekülasyon sebepleriyle oluşan baskıya ya da enflasyon beklentilerindeki yükselişe merkez bankasının, faiz oranlarını yükselterek müdahale etmesi, bu müdahaleye rağmen kurlardaki ve enflasyondaki yükselişin bir süre daha devam etmesi şeklinde yorumlamıştır. Çalışmada ayrıca, döviz kuru kanalının reel üretim düzeyi üzerinde belirleyici olmamakla birlikte, fiyatlar genel seviyesini önemli ölçüde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Yazar, Türkiye’de üretimin çoğunlukla ithal girdilerle yapılıyor olması nedeniyle, kur şoklarının reel aktivitede yarattığı olumsuz etkilerin ihracat artışının olumlu etkileriyle kompanse edildiğini ve bununla beraber kur şoklarının ithal girdilerin ve nihai malların fiyatlarını yükselterek, hem doğrudan hem de maliyet yönlü fiyat artışlarına neden olduğunu ileri sürmektedir.

Peker (2004), parasal şokların reel etkilerini Türkiye örneğinde 1988:1 – 2003:12 dönemi için incelemiştir. VAR tekniği kullanılan çalışmada hem öngörülen hem de öngörülmeyen parasal şoklar durumunda reel etiklerin ortaya çıktığı tespit edilmiştir. M1 para arzı, bankalararası faiz oranı, sanayi üretim endeksi, nominal hükümet harcaması, tüketici fiyat endeksi ve nominal döviz kurunun kullanılarak oluşturulan 6 değişkenli VAR modelinden elde edilen etki tepki analizi sonuçlarına göre; bir standart sapmalı parasal şoka başlangıç döneminde faiz değişkeni negatif yönde tepki verirken, nominal hükümet harcaması, sanayi üretim endeksi, enflasyon ve döviz kuru değişkeni pozitif yönde tepki göstermiştir. Buna göre, değişkenlerin parasal şoka verdikleri tepki beklenen yönde gerçekleşmiştir.

Türkiye’de parasal şokların reel ekonomi üzerine etkilerini analiz eden bir diğer çalışma, Güloğlu ve Orhan (2007) tarafından yapılmış olan çalışmadır. Yapısal vektör hata düzeltme modelinin (SVECM) yeni bir türü tercih edilerek yapılan çalışmada, konu üzerinde daha önce yapılmış birçok ampirik çalışmanın aksine parasal aktarım yazını kapsamında ileri sürülen teorik beklentilerle uyumlu bulgular elde edilmiş ve parasal bir şokun temel makroekonomik değişkenler üzerinde önemli etkileri olduğu ileri sürülmüştür. Çalışma, özellikle Türkiye ekonomisi açısından ulaştığı farklı bulgular açısından önem arz etmektedir. Zira, Türkiye üzerine gerek enflasyon dinamikleri ve parasal aktarım mekanizmasını gerekse de para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkileri tespiti yönelik daha önceden yapılmış birçok ampirik çalışmada teorik beklentilerin aksi yönde bulgular edilmiştir. Gerek Türkiye gerekse birçok uluslararası ülke deneyiminde de ulaşılan ve özellikle para arzı – faiz, enflasyon – faiz ve kur – faiz ilişkilerinde sırasıyla likidite, fiyat ve kur sorunsalı olarak nitelendirilen bu durumlar, Kim ve Roubini (2000) tarafından da analiz edildiği şekliyle VAR ekonometrik tekniğiyle yapılan analizlerin ortaya koyduğu temel anomali durumlarıdır. Bu anomali durumlarına çalışmamızın ampirik kısmında ulaştığımız bulgular açısından da değinilecek ve bu bağlamda ulaşılan sonuçlar Güloğlu ve Orhan (2007) tarafından yapılan çalışma ile de karşılaştırılacaktır.

Kalkan, Kipici ve Peker (1997) tarafından 1987:1 – 1997:3 dönemi aylık veriler bazında, çok değişkenli Granger nedensellik analizi ile etki-tepki ve varyans ayrıştırma teknikleri kullanılarak Türkiye’de enflasyonun öncü göstergeleri tespit edilmeye çalışılmıştır. Çalışmanın temel bulgularına göre, interbank faiz oranı ile döviz kuru sepeti enflasyonun en güçlü öncü göstergesi niteliğindeki değişkenler olurken, Türk Lirası tanımlı tüm parasal büyüklüklerin neredeyse tümünün enflasyon üzerinde güçlü bir öngörü bilgisi içermediği tespit edilmiştir. Ayrıca çalışmada yazarlar, faiz oranının enflasyon üzerindeki etkisinin ikinci ve üçüncü aylarda istatistiksel olarak anlamlı olmak üzere pozitif olduğunu ve bu durumun beklenmediğini vurgulamışlardır.

Alıcı ve Ucal (2005) tarafından 1987:1 – 2003:4 dönemi çeyrek veriler bazında, Granger nedensellik ve varyans ayrıştırma yöntemleri kullanılarak, Türkiye’de enflasyonun öncü göstergeleri enflasyon hedeflemesi çerçevesinde analiz edilmiştir. Çalışmanın bulgularına göre döviz kurundaki değişimler, parasal tabandaki büyüme, çıktı açığı ve hazine bonusu faiz oranının enflasyon üzerinde yüksek derecede öngörü bilgisine sahip olduğu tespit edilmiştir.

Us (2004), Türkiye ekonomisi için enflasyon dinamiklerini, enflasyon, parasal tabandaki büyüme, devaülasyon oranı ve kamu fiyatlarındaki yüzde değişim olmak üzere 4 değişkenden oluşan modelini VAR yöntemi kullanarak 1990:1 – 2002:4 dönemi aylık veriler çerçevesinde analiz etmiştir. Çalışmada yazar, enflasyonist atalet bulgusuna vurgu yaparak, görece olarak yüksek ve ısrarcı enflasyonun temelde kamu kesimi fiyatlarından ve Türk Lirası’nın değer kaybından kaynaklandığını ileri sürmüştür. Yazar, diğer taraftan, varyans ayrıştırma ve etki tepki analizi ile birlikte nedensellik analizinin de yüksek fiyatların genişletici para politikasının sonucu olmadığını gösterdiğini ve tüm bunlar birlikte düşünüldüğünde Türkiye’deki enflasyonist ataletin parasal bir olgu olmadığını, fakat daha ziyade yanlış politik uygulamaların bir sonucu olduğunu, dolayısıyla da mali baskınlıktan kaynaklandığını ileri sürmüştür.

## 5.2 Yöntem

Bu bölümde, Türkiye'deki para politikası araçları ile enflasyon arasında istikrarlı ve öngörülebilir bir ilişki olup olmadığı analiz edilecektir. Bu amaçla çalışmada ekonometrik yöntem olarak zaman serisi yaklaşımı kullanılmıştır. Bu çerçevede, istatistiksel tahmin yapmada en etkili yöntemlerden biri olarak bilinen ve modelde kullanılan makroekonomik değişkenler arasında meydana gelen dinamik geri beslemenin ve değişkenlerin bir sistem olarak birbirleriyle etkileşimlerinin gözlemlenebilmesi amacıyla, para politikasına ilişkin analizlerde literatürde çok yaygın olarak kullanılan Vektör Otoregresyon (VAR) yöntemi kullanılmıştır. VAR modeli etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırma yöntemleri ile yorumlanmıştır.

### 5.2.1 Vektör Otoregresyon (VAR) Modelleri

VAR modeli, modele katılan bütün değişkenlerin kendi ve diğer değişkenlerin gecikmeli değerleri üzerine tanımlandığı çok boyutlu bir zaman serisi öngörü modelidir. Makroekonomik modellerde yer alan değişkenler arasında genellikle dinamik bir geri besleme (feedback) bulunmaktadır. Dolayısıyla sistemde yer alan herhangi bir zaman serisi, sistemdeki bir başka zaman serisinden bağımsız olarak hareket etmemekte, bu seriler birbirlerinin zaman patikalarından (time path) etkilenmektedir. Böylesi simetrik etkileşimlerin söz konusu olduğu zaman serilerini içeren çok denklemlilikli sistemlerde VAR adı verilen yöntem kullanılmaktadır.

Geleneksel olarak, büyük ölçekli makroekonometrik modeller kullanılarak yapılan makroekonometrik hipotez testleri ve tahminlerde, yapısal eşitliklerden her biri genellikle tek tek tahmin edilir ve sonra da bütün eşitlikler biraraya getirilerek makroekonomik tahminler yapılırdı (Enders, 1995: 292). Sims (1980: 14-15), varolan büyük ölçekli modelleri oldukça fazla kısıtlama içermesi nedeniyle eleştirmiştir. Bilindiği üzere, eşanlı ya da yapısal denklem modellerinde bazı değişkenler içsel, bazıları da dışsal ya da önceden belirlenmiş (dışsal + gecikmeli içsel) olarak alınır. Böyle modelleri tahmin etmeden önce modeldeki denklemlerin belirlenmiş olması

gerekir. Bu belirlenme de sıklıkla, önceden belirlenmiş değişkenlerden bazılarının yalnız bazı denklemlerde bulunduğu varsayılarak yapılır. İşte bu karar çoğunlukla öznel ve Christopher Sims tarafından ciddi bir şekilde eleştirilmiştir. Sims'e göre, bir değişken takımı arasında gerçekten eşanlılık varsa, hepsi eşit biçimde ele alınmalıdır; yani içsel ve dışsal değişkenler arasında önsel (a priori) bir ayırım yapılmamalıdır. İşte bu düşünceyle Sims VAR modelini geliştirmiştir (Gujarati, 2001: 746).

VAR yöntemi, aslında görünürde çeşitli içsel değişkenlerin birlikte ele alındığı eşanlı denklem modellerini andırmaktadır. Ancak her içsel değişken, modeldeki kendi geçmiş ya da gecikmeli değeri ve diğer bütün içsel değişkenlerin gecikmeli değerleriyle açıklanır; modelde dışsal değişken kullanılmaz (Gujarati, 2001: 735-736). VAR ifadesindeki vektör terimi iki ya da daha çok değişkenden oluşan bir vektörün ele alınmasından, otoregresyon terimi de bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerinin denklemin sağında yer almasından gelmektedir (Tarı, 2005: 434).

VAR (Vektör Otoregresyon) modeli, Sims (1980)'in öncü çalışmasından sonra özellikle makroekonomi ve finans konuları ve para politikası üzerine yapılan ampirik çalışmalarda oldukça yoğun bir şekilde kullanılmaya başlanmıştır. Diğer taraftan VAR modellerinin birtakım avantaj ve dezavantajları vardır. Buna göre; yöntemin basit olması, tüm değişkenlerin içsel olması: yani hangi değişkenlerin içsel hangilerinin dışsal olduğuna karar verme zorluğunun yaşanmaması modelin avantajlarıdır. Ayrıca, OLS (en küçük kareler) yöntemi her bir denkleme ayrı ayrı uygulanabileceğinden tahminleme basittir ve VAR yöntemiyle yapılan tahminler, daha karmaşık eşanlı denklem modelleriyle yapılanlara göre çoğu zaman daha iyidir (Gujarati, 2001: 747-749). Bunlara ek olarak, iktisadi teori araştırılmadığı için modeller iktisadi bir temele dayanmak zorunda değildir ve VAR analizinde amaç parametre tahmini olmadığından tahmin edilen parametrelerin istatistiksel anlamlılıkları önemli değildir. Bu unsurlar uygulayıcılara kolaylık sağlamaktadır.

VAR modellerinin yukarıda belirtilen kolaylıkları yanında, uygulayıcılar açısından bazı güçlüklerinin de olduğu bilinmektedir. VAR modelinin uygulamadaki en

büyük sorunu, uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesidir. Örneğin, üç değişkenli bir VAR modelinde, her denklemdaki değişkenin sekiz gecikmeye sahip olduğu varsayılırsa, her denklemden yirmidört gecikmeli parametre ve sabit terim bulunacaktır. Dolayısıyla, örnek uzayının boyutu büyük olmadıkça, tahmin edilen bir çok parametre nedeniyle çok sayıda serbestlik derecesi yitirilir.<sup>80</sup> Bu ise, modelin parametrelerinin tahminini zorlaştırır. Buna ek olarak Gujarati'ye (1995) göre, *m*-değişkenli bir VAR modelinde bütün *m*-değişkenleri durağan olmak zorundadır. Eğer, durağanlık sağlanamıyorsa, veriler uygun bir şekilde dönüştürülerek durağanlaştırılmalıdır (Gujarati, 2001: 749).

Aslında, VAR sistemi içinde yer alacak değişkenlerin durağan olup olmaması gerektiği tartışma konusudur. Sims (1980) ve Doan (1992), değişkenler birim kök içerseler bile farklarının alınmaması gerektiğini ileri sürerler. Onlara göre, VAR analizinin temel amacı parametre tahmininden ziyade değişkenler arasındaki karşılıklı ilişkilerin tespit edilmesidir. Fark almaya karşı olan görüşün temel argümanı, fark alma işleminin verilerdeki birlikte harekete (comovements) ilişkin bilginin (örneğin; değişkenler arasındaki olası bir eşbütünlük ilişkisinin) kaybolmasına yol açacağı şeklindedir (Enders, 1995: 301).<sup>81</sup>

Bununla birlikte, bu çalışmada VAR modeline dahil olacak değişkenler, durağanlığı şart koşan görüş dikkate alınarak, öncelikle birim kök sınamasına tabi tutulacak ve eğer durağan değillerse de uygun yöntemlerle durağanlaştırılarak VAR modeline katılacaktır. Durağanlık analizinin önemine 5.2.2 bölümünde değinilmiştir.

Bilindiği üzere, tahmin edilen VAR modelinden elde edilen katsayıların tek tek yorumlanması oldukça güçtür. Hesaplanan katsayıları yorumlamanın güçlüğünü aşmanın iki yolu vardır: i) etki-tepki analizi ve ii) varyans ayrıştırma yöntemi.

---

<sup>80</sup> Eğer *m* değişkenin *p* gecikmeli değerleri olan *m* denklemlilik bir VAR modeli varsa, toplam olarak ( $m + pm^2$ ) kadar parametre tahmin edilmek zorundadır.

<sup>81</sup> Literatüre baktığımızda Sims'in (1980) bu önerisini dikkate alan çalışmalar mevcuttur. Örneğin TCMB Nisan 2002'de yayınlanan para politikası raporunda yer alan ve "Türkiye'de Enflasyonist Süreç" başlıklı çalışmada yapılan VAR analizinde değişkenlerin farkları alınmamıştır. Yine aynı şekilde Zengin (2000), Tutar (2002) ve Bahmani-Oskooee ve Domaç (2002) da bu yöntemle başvurmuşlardır.

Dolayısıyla bu çalışmada da oluşturulan VAR modeli, etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırma yöntemleri ile analiz edilmiştir. **Etki-tepki analizi (impulse-response)** ile sistem içerisinde yer alan değişkenlerin birinde meydana gelecek bir standart sapmalık şoka diğer değişkenlerin vereceği tepki ve sözü edilen şoktan sonra değişkenlerin uzun dönem denge değerlerine kaç dönem sonra ulaştıkları tespit edilebilmektedir. **Varyans ayrıştırma analizi (variance decomposition)** ile de, bir serideki değişimlerin yüzde kaçının kendi şoklarından, yüzde kaçının diğer değişkenlerdeki şoklar nedeniyle ortaya çıktığı araştırılır. VAR modelleri ile etki-tepki ve varyans ayrıştırma analizlerine ilişkin daha detaylı bilgi ve yöntemsel açıklamalar için Ek-3'e bakılabilir.

### 5.2.2 Birim Kök Sınaması

Herhangi bir zaman serisi analizinde kullanılan değişkenlerin durağan olup olmadıklarının saptanması elde edilecek sonuçların doğruluğu açısından büyük önem taşımaktadır. Granger ve Newbold (1974)'un da gösterdiği gibi durağan olmayan zaman serileri ile elde edilen regresyon sonuçlarının, değişkenlerin stokastik trend içermesi nedeniyle, modeldeki açıklayıcı değişkenlerin açıklanan değişken üzerindeki etkisini abartılı olarak yansıtması mümkündür.

Zaman serisi analizi için seriler durağan olmalıdır. Ortalaması ile varyansı zaman içinde değişmeyen ve iki dönem arasındaki ortak varyansı bu ortak varyansın hesaplandığı döneme değil de yalnızca iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı olan süreç için durağandır denir. Kısacası eğer bir zaman serisi durağansa ortalaması, varyansı ve ortak varyansı, bunları ne zaman ölçersek aynı kalır (Gujarati, 2001: 713). Zaman serileri sahip oldukları ortak trend yüzünden, genellikle, artma eğilimi içerisindedirler. Bu nedenle bir zaman serisinin diğerine göre regresyonu hesaplandığında, ikisi arasında anlamlı bir ilişki olmasa bile, çoğunlukla yüksek bir  $R^2$  değeri elde edilebilmektedir. Bu durum ise sahte regresyon (spurious regression) sorununu ortaya çıkarır. Yani seriler arasında aslında bir ilişki yoktur ancak taşıdıkları ortak trend sebebiyle beraber hareket ettiklerinden dolayı ilişki varmış gibi görülür. Bu nedenle serilerin durağan olup

olmamaları büyük önem taşımaktadır. Diğer taraftan, iktisadi zaman serileri genellikle durağan çıkmamaktadır.

Durağan zaman serileri için şoklar geçicidir. Şokların etkisi zamanla kaybolur ve seriler uzun dönem ortalama seviyelerine geri dönerler. Durağan seriler;

- ❖ Uzun dönem sabit bir ortalama etrafında dalgalanmaları sebebi ile ortalama denge seviyelerine dönme eğilimi gösterirler.
- ❖ Zaman içinde değişmeyen sabit varyansa sahiptirler.
- ❖ Gecikme uzunluğu arttıkça azalan teorik korelograma sahiptirler.

Durağan olmayan seriler ise sürekli bileşene sahiptirler. Durağan olmayan bir zaman serisinin ortalaması ve varyansı zamana bağlıdır. Durağan olmayan zaman serileri için;

- ❖ Serinin dönebileceği bir uzun dönem ortalaması yoktur.
- ❖ Serinin varyansı zamana bağlıdır yani zaman sonsuza yaklaştıkça varyansta sonsuza gider.
- ❖ Teorik ardışık bağımlılıklar azalmaz ancak sonlu örneklerde örnek otokorelagramı yavaş bir şekilde azalır (Enders, 1995: 212).

Durağanlık analizi için ilk önce serinin grafiği incelenebilir. Ancak, grafik incelemesi kesin sonuçlar vermez. Sadece fikir verebilir. Bu sebeple durağanlığı analiz etmek için çeşitli yöntemler geliştirilmiştir (Dickey- Fuller, Genişletilmiş Dickey-Fuller [ADF], Phillips-Perron, Ng-Perron, Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin [KPSS] v.b.). Literatürdeki ampirik çalışmaların büyük bölümünde ADF testi kullanılmaktadır. Bu çalışmada ADF, Phillips-Perron ve KPSS testlerinden yararlanılmıştır.<sup>82</sup>

Değişkenlerin durağanlık testlerinde kullanılacak modele karar verirken serilerin grafiklerinden yararlanılmalıdır. Eğer grafikler incelendiğinde belirgin bir trend etkisi görülüyorsa ADF testinde sabitli model kullanılmalıdır (Hamilton, 1994: 501).

---

<sup>82</sup> Dickey Fuller ve ADF testine ilişkin daha detaylı bilgi ve yöntemsel açıklamalar Ek-4'te sunulmaktadır.

Ancak tek başına grafikler serilerin trend içerip içermedikleri konusunda karar vermekte yeterli olamayacağı için çeşitli yöntemler aracılığı ile trendin varlığı sorgulanmalıdır.

### 5.3 Ekonometrik Analizde Kullanılan Değişkenler ve Veriler

Çalışmamızda uygulamaya esas teşkil eden çalışmalar, Gottschalk ve Moore (2001) ve Tutar (2005) tarafından yapılan çalışmalar ile Kasapoğlu (2007) tarafından Türkiye’de parasal aktarım mekanizmasını araştıran çalışmadır. Bu çalışmalardan da yararlanılarak VAR modelinde yer alacak değişkenler para tabanı (pt), M1 para arzı, kısa dönem faiz oranı (i), nominal döviz kuru (ex), dolarizasyon oranı (doll), TÜFE ve reel GSYİH (rgdp) olarak belirlenmiştir.

Tutar (2005) ve Gottschalk ve Moore (2001) tarafından da ifade edildiği gibi, reel GSYİH ve TÜFE üretim ve fiyatlara ilişkin değişkenlerdir. M1, Para tabanı ve kısa dönem faiz oranları ise para politikası araçlarını temsil etmektedir. Para tabanı, özellikle, 2002 yılı para politikası raporunda da ifade edildiği gibi örtük EH döneminde hedeflenen temel parasal büyüklük olması itibariyle burda önem taşımaktadır. Reel GSYİH, TÜFE ve kısa dönem faiz oranlarının parasal aktarım mekanizmasının tanımlanmasında ihtiyaç duyulacak birtakım değişkenler olduğu düşünülmüştür. Fiyatlar ve üretimin parasal otorite için hedef değişken oldukları varsayılmıştır. Nominal döviz kuru ise parasal aktarım mekanizması ve dolayısıyla enflasyon üzerinde önemli bir belirleyici olduğu düşünülerek modele dahil edilmiştir. Dolarizasyon da aynen nominal döviz kuru gibi enflasyon üzerindeki daha önce bahsedilen etkileri dikkate alınarak ve Bahmani-Oskoe ve Domaç (2002) tarafından Türkiye’de enflasyon-dolarizasyon bağlantısını inceleyen çalışmalarının sonuçları itibariyle enflasyon üzerinde önemli bir belirleyici olduğu düşünülerek modele katılmıştır.

Analiz, M1 para arzı ve para tabanı olarak tanımlanan iki farklı parasal büyüklük için ayrı ayrı modellenmiştir. Bu çerçevede VAR modeli, para politikası aracının *M1* olduğu ve *para tabanı* olduğu iki farklı model için tahmin edilmiştir. Bu şekilde, farklı parasal büyüklüklerde, sonuçların değişip değişmediği görülmeye çalışılmıştır.

Analizde aylık veriler kullanılmıştır. Veri seti 1987:01 – 2007:09 dönemini kapsamaktadır. Diğer taraftan, analizde kullanılan zaman serileri başlangıcının 1987 yılı ile sınırlanması, bazı değişkenlere ait verilerin elektronik ortamda mevcut olmaması ve dolayısıyla sağlıklı veri elde edilememesinden kaynaklanmaktadır. Analiz iki dönem için ayrı ayrı yapılacaktır. Bu çerçevede, **birinci dönem** 1987:01 – 2005:12 dönemi, **ikinci dönem** ise 1987:01 – 2007:09 dönemi zaman serileri kullanılarak tahmin edilmiştir. Burada, birinci dönem analizde temel dönemi oluşturmaktadır. Zira bilindiği üzere TCMB Ocak 2006 itibariyle açık enflasyon hedeflemesine geçmiştir. Tezimizdeki temel amaç da, açık enflasyon hedeflemesine kadar olan dönemde para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkinin istikrarlı ve öngörülebilir olması gerektiğini ifade eden önkoşulun sağlanıp sağlanmadığını tespit etmektir. Tüm dönemi kapsayan ikinci dönemin tahmin edilmesiyle de, enflasyon hedeflemesine geçtikten sonra bahsi geçen ilişkinin ne yönde şekillendiği tespit edilebilecektir.

Yapılan VAR analizinde ele alınan dönem boyunca ortaya çıkan iç kriz ve dış şokların özellikle tüm dönem verileri kullanılarak yapılan tahminlerde sonuçların güvenilirliğini olumsuz yönde etkileyebileceği düşünülebilir. Özellikle bu dönem boyunca değişen para politikası uygulamalarının, Nisan 1994, Kasım 2000 ve Şubat 2001 gibi iç krizler ile 1997 Uzak Doğu Asya Krizi, 1998 Rusya Krizi ve 1999 Brezilya Krizi gibi dış şokların sonuçların güvenilirliğini olumsuz yönde etkileyebileceği söylenebilir. Ancak buna rağmen, elde edilen sonuçların Türkiye’de para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişki ve bir bakıma da parasal aktarım mekanizmasının işleyişi hakkında yeterli derecede fikir verebileceğine inanılmaktadır. Aslında Kasapoğlu (2007: 53) tarafından yapılan çalışmada olduğu gibi analiz dönemini çeşitli alt dönemlere de ayırarak VAR tahminleri yapmanın bu olumsuzlukların bir kısmının ortadan kaldırılması bakımından faydalı olacağı düşünülmektedir. Bu bakımdan bizim örneklemimizde yukarıda yer verdiğimiz dönemler dışında tahminlenebilecek alt dönemler, 1987:01 – 2001:02 ve 2001:03 – 2007:09 dönemleridir. Bu alt dönemler, para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkinin dalgalı kur rejimi öncesi ve sonrası nasıl bir seyir izlediğinin tespit edilebilmesine olanak sağlayabilmektedir. Ancak, gözlem sayısının yeterliliği bakımından 1987:01 – 2001:02 döneminde bir sıkıntı yok

iken, 2001:03 – 2007:09 döneminde gözlem sayısının yetersizliği ve ayrıca yaptığımız tespitlere göre VAR analizi için uygun gecikme sayısının çokluğu nedeniyle çok sayıda serbestlik derecesinin yitirildiği bir dönem olması sebebiyle bu alt dönem tahmin edilmeyecektir. Bilindiği üzere, veri setinde çok sayıda serbestlik derecesinin yitirilmesi sonuçların güvenilirliğini olumsuz etkilemektedir. Ayrıca, dalgalı kur rejimi sonrasını yansıtan dönem tahmin edilmediğinden, dalgalı kur rejimi öncesi dönemi de tahminlemek mantıklı değildir, zira karşılaştırma yapılamayacaktır. Sonuç olarak, tüm bu unsurlar göz önünde bulundurularak, tezde sadece **birinci dönem** (1987:01 – 2005:12) ve **ikinci dönem** (1987:01 – 2007:06) VAR tahmini yapılacaktır.

İlgili tüm değişkenler TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS), TUİK ve IFS (international financial statistics) veri tabanından temin edilmiştir. Nominal döviz kuru olarak ABD Doları alış değeri kullanılmıştır. Para tabanı ise emisyon, zorunlu karşılıklar ve serbest mevduat toplamı olarak alınmıştır. TÜFE değişkeni için 1987:01 – 2005:12 dönemi için 1987=100, 2006 sonrası için de 2003=100 endeksi temel alınmıştır. Kısa dönem nominal faiz oranı olarak, TCMB'nın doğrudan belirleyebildiği *interbank (bankalar arası) gerçekleşen basit faiz oranı (ağırlıklı ortalama, gecelik)* alınmıştır. Faiz oranı için 1987:01 – 1990:12 arası dönem IFS Online veri tabanından, geri kalan dönem ise TCMB'dan temin edilmiştir. Üretim değişkeni olarak 1987 yılı fiyatlarıyla reel GSYİH serisi TCMB EVDS'den alınmıştır. Ayrıca, Nisan 1994, Kasım 2000 ve Şubat 2001 ekonomik krizlerinin, zaman serileri üzerindeki spesifik etkilerini ortadan kaldırmak amacıyla D1 olarak nitelendirdiğimiz bir kukla değişken (dummy variable) tanımlanmıştır. Değişkenlere ilişkin bilgiler tablo 5.1'de özetlenmiştir. Tüm dönemi kapsayan *ikinci dönem* ham verilerimize ilişkin grafikler ise grafik 5.1'de sunulmaktadır.

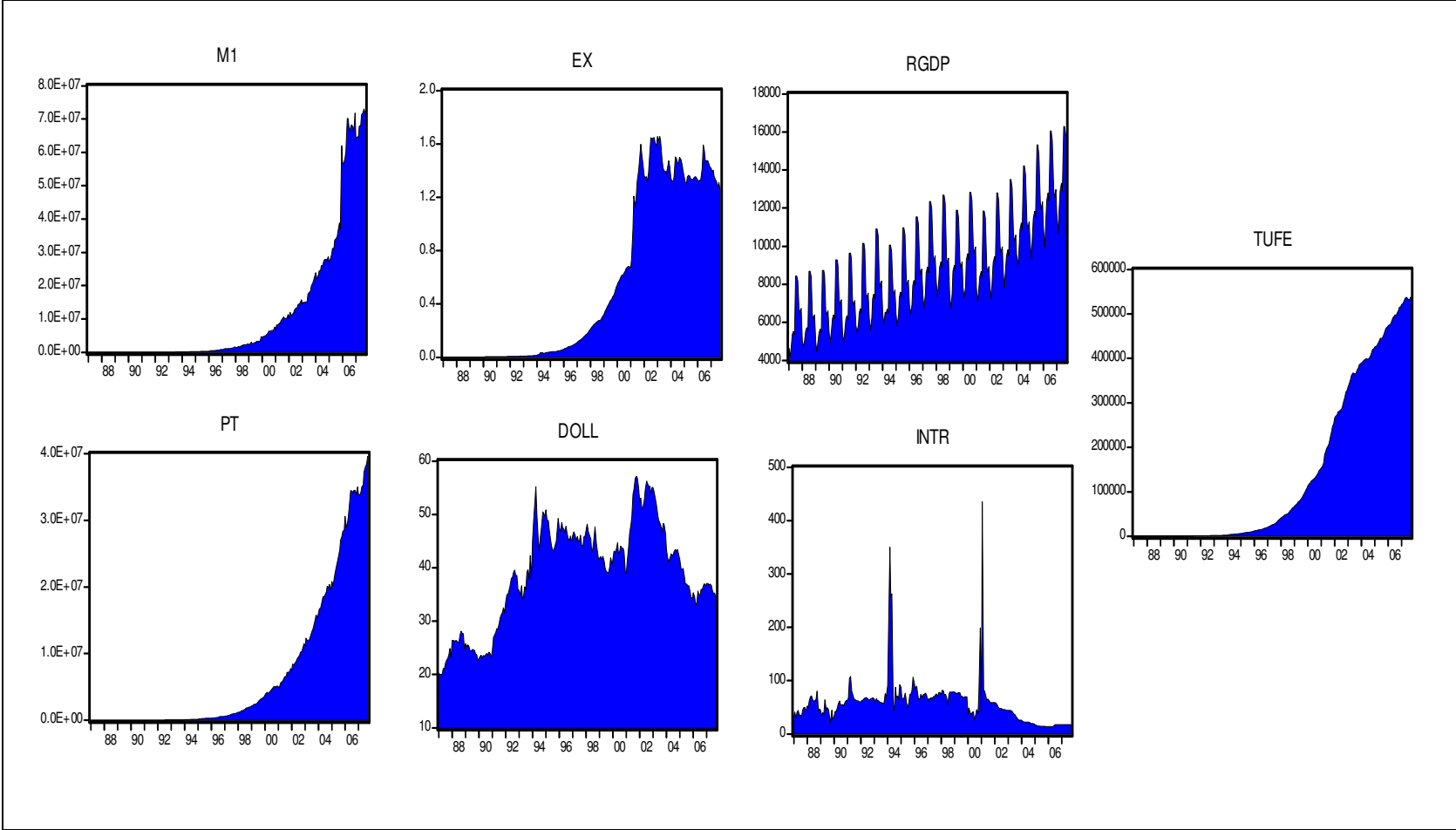
**Tablo 5.1 Ekonometrik Analizde Kullanılan Değişkenler**

Değişkenler	Açıklamalar	Kaynak
TÜFE	Tüketici Fiyatları Endeksi (1987:01-2005:12 için 1987=100 ve 2006 sonrası için 2003=100 endeksi kullanılmıştır).	TCMB (EVDS), TÜİK
EX	Nominal döviz kuru (ABD Doları alış değeri)	TCMB (EVDS)
DOLL	Dolarizasyon oranı (Döviz Tevdiat Hesabı / Toplam Mevduat)	TCMB (EVDS)
INTR	İnterbank gerçekleşen basit faiz oranı (ağırlıklı ortalama, gecelik)	IFS, TCMB (EVDS)
M1	M1 para arzı	TCMB (EVDS)
PT	Para tabanı = (Emisyon + Zorunlu karşılıklar + Serbest Mevduat)	TCMB (EVDS)
RGDP	Reel Gayrisafi Yurtiçi Hasıla (1987 yılı fiyatlarıyla)	TCMB (EVDS)
D1	Kukla değişken (Nisan 1994, Kasım 2000, Şuabt 2001 krizleri için)	

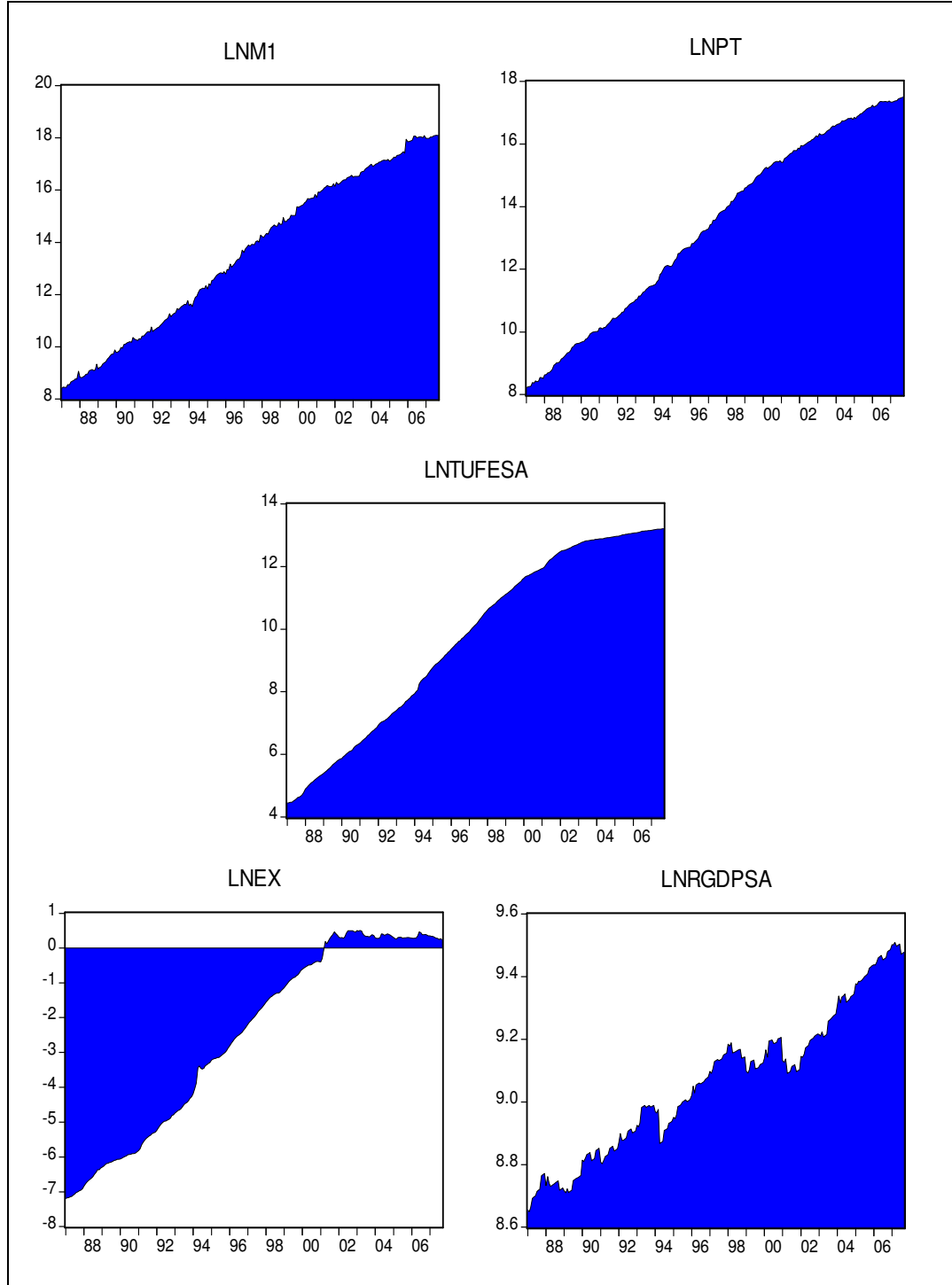
Analizde, yüzde olarak ifade edilen faiz oranı ve dolarizasyon oranı dışındaki tüm serilerimizin doğal logaritması alınmıştır. Böylece tüm değişkenler aynı düzeye getirilmiştir. Logaritması alınan serilerin başına “ln” harfi ilave edilmiştir. Ayrıca ham zaman serilerinin yer aldığı grafikten de açıkça görüldüğü üzere, RGDP serisi mevsimsel etkiler içermektedir. Dolayısıyla RGDP serisi TRAMO-SEATS methodu ile mevsimsellikten arındırılmıştır. Diğer taraftan ham seri grafiklerinde TÜFE'nin net bir mevsimsel etki içerdiği görülmemekle birlikte, TCMB analizlerinde genelde TÜFE'yi mevsimsellikten arındırmakta ve buna göre yorum yapmaktadır. Zira bilindiği üzere gıda ve giyim ile hizmetler gibi fiyatlar gurubunda mevsimsel etkiler ortaya çıkabilmekte ve bu unsurlar genel TÜFE üzerinde oldukça etkili olabilmektedir. Bu bağlamda çalışmada TÜFE serisi de aynı method ile mevsimsellikten arındırılmıştır. Düzeydeki ham zaman serilerinin mevsimsellikten arındırıldığını göstermek için değişkeni simgeleyen harflerin sonuna “sa” harfleri eklenmiştir (bkz. grafik 5.2).

Çalışmamızda bütün testler ve tahminler için Econometric Views (*Eviews, version 5.0*) bilgisayar paket programı kullanılmıştır.

Grafik 5.1 Ham Zaman Serileri



**Grafik 5.2 Düzey Değerlerde Logaritmik ve Mevsimsellikten Arındırılmış Zaman Serileri**



## 5.4 Model Tahmini ve Ampirik Bulgular

### 5.4.1 Ön Testler

#### 5.4.1.1 Birim Kök Test Sonuçları

Ekonometrik analize dahil edilecek değişkenlerin grafikleri incelendiğinde, faiz (intr) ve dolarizasyon (doll) serisi hariç tüm serilerde belirgin bir trend etkisinin olduğu görülmektedir. Bu bağlamda tüm birim kök sınamalarında bu iki değişken hariç tüm değişkenlerimiz sabitli ve trendli model kullanılarak test edilmiştir. Tüm testler birinci ve ikinci dönem için ayrı ayrı yapılmıştır. *Birim kök sınamalarının değerlendirilmesinde %1 ve %5'lik anlamlılık düzeyleri dikkate alınmıştır.*

**Tablo 5.2 ADF Birim Kök Test Sonuçları**

Birinci Dönem ADF Test Sonuçları				
Değişkenler	Düzy	Birinci Fark	İkinci Fark	Sonuç
lnex	0.684952 (1)	-10.98794*** (4)	-	I (1)
lnm1	-1.777992 (12)	-3.336866** (11)	-	I (1)
lnpt	-0.876421 (14)	-1.904006 (13)	-9.664915*** (12)	I(2)
lnrgdpsa	-2.735641 (0)	-16.21295*** (0)	-	I (1)
Intüfesa	2.938789 (1)	-7.889088*** (0)	-	I (1)
doll	-1.879078 (4)	-9.011022*** (3)	-	I (1)
intr	-5.100903*** (1)	-	-	I(0)
İkinci Dönem ADF Test Sonuçları				
lnex	1.182915 (1)	-9.321339*** (0)	-	I (1)
lnm1	-0.316494 (12)	-3.288771** (11)	-	I (1)
lnpt	0.443650 (14)	-1.194525 (13)	-9.950485*** (12)	I(2)
lnrgdpsa	-2.795832 (0)	-16.93320*** (0)	-	I (1)
Intüfesa	3.052606 (1)	-8.132997*** (0)	-	I (1)
doll	-1.981989 (0)	-9.286754*** (3)	-	I (1)
intr	-5.023139*** (1)	-	-	I (0)

\* : yüzde 10 düzeyinde anlamlı, \*\* : yüzde 5 düzeyinde anlamlı, \*\*\* : yüzde 1 düzeyinde anlamlı  
Not: 1) Parantez içindeki değerler SC (Schwartz Bilgi Kriteri) yardımı ile belirlenen gecikme sayısını vermektedir.  
2) ADF testinde intr ve doll değişkenlerinde sabitli, diğer değişkenlerde trendli + sabitli model kullanılmıştır.

Tablo 5.2'de ADF birim kök test sonuçları görülmektedir. ADF testinde serinin birim kök içerdiğini ifade eden boş hipotez, serinin birim kök içermediğini ifade eden alternatif hipoteze karşı test edilmektedir. Hesaplanan ADF test istatistik değeri mutlak

değer olarak eşik tablo değerinden küçükse boş hipotez reddedilemez ve serinin birim kök içerdiği sonucuna ulaşılır. Ters durumda da alternatif hipotez kabul edilir ve serinin durağan olduğu sonucuna ulaşılır. Bu kapsamda yapılan test sonuçlarına göre, tablodan da görüldüğü gibi, hem 1. hem de 2. dönemde faiz oranı değişkeni düzeyde durağan çıkmış ve para tabanı değişkeni de ikinci mertebeden (yani ikinci farkta) durağan çıkmıştır. Diğer tüm değişkenler de birinci mertebeden durağan çıkmıştır.

**Tablo 5.3 Phillips-Perron (PP) Birim Kök Test Sonuçları**

Birinci Dönem Phillips-Perron Test Sonuçları				
Değişkenler	Düzy	Birinci Fark	İkinci Fark	Sonuç
lnex	1.238688 (4)	-9.135984*** (1)	-	I (1)
lnm1	-2.492717 (5)	-24.12989*** (2)	-	I (1)
lnpt	0.350511 (7)	-17.47562*** (3)	-	I(1)
lnrgdpsa	-2.773652 (4)	-16.20059*** (2)	-	I (1)
Intüfesa	3.557019 (7)	-7.890755*** (6)	-	I (1)
doll	-1.960136 (8)	-13.11962*** (11)	-	I (1)
intr	-8.836783*** (5)	-	-	I(0)
İkinci Dönem Phillips-Perron Test Sonuçları				
lnex	1.655762 (5)	-9.393685*** (1)	-	I (1)
lnm1	-0.944440 (3)	-25.32890*** (1)	-	I (1)
lnpt	1.701748 (8)	-17.63445*** (3)	-	I(1)
lnrgdpsa	-2.813021 (4)	-16.92046*** (2)	-	I (1)
Intüfesa	3.499413 (8)	-8.126202*** (6)	-	I (1)
doll	-2.027456 (7)	-13.83124*** (11)	-	I (1)
intr	-8.718293*** (5)	-	-	I (0)
* : yüzde 10 düzeyinde anlamlı, ** : yüzde 5 düzeyinde anlamlı, *** : yüzde 1 düzeyinde anlamlı Not: 1) Parantez içindeki değerler Newey-West'in önerdiği optimal gecikme sayılarıdır. 2) Phillips-Perron testinde intr ve doll değişkenlerinde sabitli, diğer değişkenlerde trendli + sabitli model kullanılmıştır.				

Değişkenlerimizin durağanlıklarını incelemek için başvurulan bir diğer test PP testidir. PP test sonuçları tablo 5.3'te sunulmaktadır. PP testinde boş ve alternatif hipotez ADF testi ile aynıdır. Ayrıca, PP testi için t istatistiğinin asimtotik dağılımı ADF testi için kullanılan t istatistiği ile aynıdır ve dolayısıyla Dickey Fuller kritik eşik değerleri burada da kullanılabilir. Değerlendirme süreçleri de her iki testte aynıdır. Tablodan da görüldüğü üzere, her iki dönemde de faiz oranı serisi düzeyde durağan çıkmış ve diğer tüm serilerimiz birinci farkta durağan çıkmıştır. Dolayısıyla PP test

sonuçları, ADF testinde para tabanı hariç diğer seriler için elde edilen sonuçlar ile örtüşmektedir.

**Tablo 5.4 KPSS Birim Kök Test Sonuçları**

<b>Birinci Dönem KPSS Test Sonuçları</b>				
<b>Değişkenler</b>	<b>Düzy</b>	<b>Birinci Fark</b>	<b>İkinci Fark</b>	<b>Sonuç</b>
<b>lnex</b>	0.312347*** (11)	0.643980** (7)	0.357385** (149)	I (2)
<b>lnm1</b>	0.271196*** (11)	0.073833 (5)	-	I (1)
<b>lnpt</b>	0.308036*** (11)	0.513514** (5)	0.139463 (41)	I(2)
<b>lnrgdpsa</b>	0.112981 (11)		-	I (0)
<b>Intüfesa</b>	0.371724*** (11)	0.438657*** (9)	0.243642 (34)	I (2)
<b>doll</b>	1.295049*** (11)	0.327904 (8)	-	I (1)
<b>intr</b>	0.399163* (9)	0.327094 (136)	-	I(0)
<b>İkinci Dönem KPSS Test Sonuçları</b>				
<b>lnex</b>	0.394462*** (12)	0.950633***(8)	0.389364* (180)	I (2)
<b>lnm1</b>	0.347061*** (12)	0.288315 (5)	-	I (1)
<b>lnpt</b>	0.387495*** (12)	1.128826***(1)	0.134471 (46)	I(2)
<b>lnrgdpsa</b>	0.129382* (11)	0.035918 (0)		I (0)
<b>Intüfesa</b>	0.428186*** (12)	0.480784*** (9)	0.231383 (35)	I (2)
<b>doll</b>	0.994192*** (12)	0.315398 (8)	-	I (1)
<b>intr</b>	0.659609** (10)	0.302142 (140)	-	I (1)
* : yüzde 10 düzeyinde anlamlı, ** : yüzde 5 düzeyinde anlamlı, *** : yüzde 1 düzeyinde anlamlı Not: 1) Parantez içindeki değerler Newey-West'in önerdiği optimal gecikme sayılarıdır. 2) KPSS testinde intr ve doll için sabitli, diğer değişkenlerde trend + sabitli model kullanılmıştır.				

Serilerin durağanlıklarını incelerken kullanılan bir diğer test ise KPSS testidir. Ancak, KPSS testi tek başına kullanılan bir yaklaşım değildir. ADF veya Phillips-Perron testi yaklaşımını desteklemek için kullanılır. Maddala ve Kim (1998) serinin durağanlığının incelenmesinde KPSS testinin tek başına kullanılmamasını önermektedir. KPSS testinin ADF testi ile birlikte, ADF testinin sonuçlarını teyit edici şekilde kullanılmasını önermişlerdir. KPSS testi hipotezleri ADF ve Phillips Perron testinden farklıdır. KPSS testinde boş hipotez serilerin durağan olduğu yani birim kök olmadığı şeklinde kurulur. Alternatif hipotez ise serilerin birim kök içerdiği yani durağan olmadıkları şeklindedir. KPSS test istatistiği zaman serisinin dışsal değişkenlerle regresyonundan elde edilen hata terimine bağlıdır. Karşılaştırma yaparken kullanılan eşik değerleri ADF testinden farklıdır. ADF testinde Dickey ve Fuller tarafından oluşturulan tablo değerleri eşik değerler olarak kullanılırken, KPSS testinde ise Kwiatkowsky-Phillips-Schmidt-Shin tarafından 1992 yılında yapılan çalışmada yer

alan kritik değerler kullanılmaktadır. Tablo 5.4'te KPSS testi sonuçları sunulmaktadır. Tablodan da görüldüğü üzere hem 1. hem de 2. dönemde *lnex*, *lnpt* ve *Intüfesa* ikinci farkta ve *lnm1* ve *doll* serisi ise birinci farkta durağan çıkmaktadır. Ayrıca, %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini dikkate aldığımızdan bu test sonuçlarına göre, 1. dönemde *intr* serisini de düzeyde durağan kabul edebiliriz. 2. dönemde ise *intr* serisi %5 anlamlılık düzeyinde durağan çıkmamaktadır. Ancak birinci farkta durağandır. *Lnrgdpsa* serisi de bu bağlamda düzeyde durağan olarak çıkmıştır.

Özetle, tüm seriler ADF, PP ve KPSS testleri kullanılarak incelenmiştir. Tablo 5.5'te her üç yöntemin sonuçları incelendiğinde, hem 1. hem de 2. dönemde *lnm1* ve *doll* serileri için sonuçlar paralellik arz etmektedir. Buna göre *lnm1* ve *doll* serileri  $I(1)$ 'dir. Diğer değişkenlerin durağanlık düzeyine ilişkin nihai karar da son sütunda sunulmaktadır. Son sütundan da görüldüğü üzere, serilerin 1. ve 2. döneme ilişkin durağanlık mertebeleri aynıdır.

**Tablo 5.5 Birim Kök Test Sonuçları (ÖZET)**

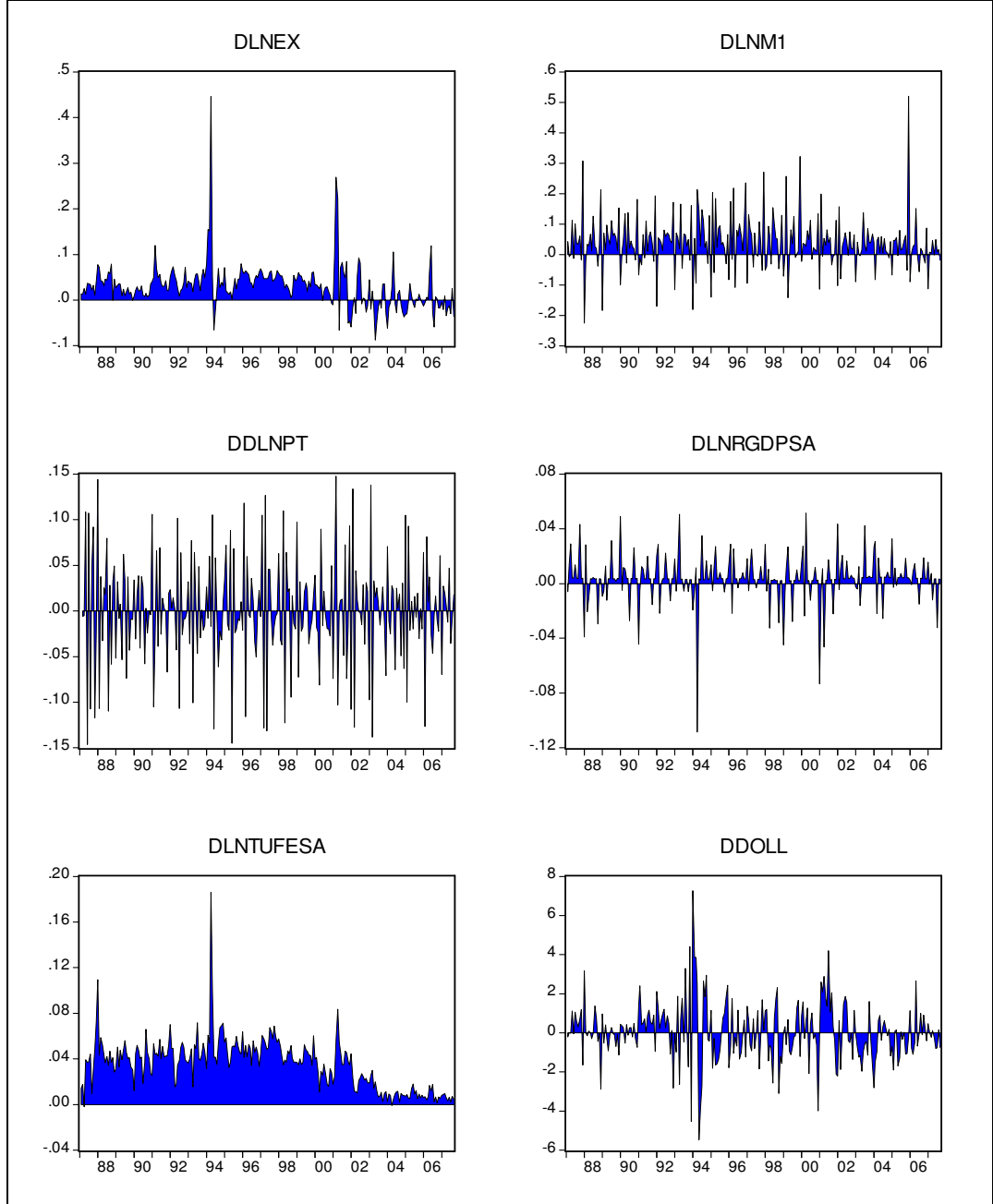
Değişkenler	ADF		Phillips-Perron		KPSS		Sonuç	
	A	B	A	B	A	B	A	B
<i>lnex</i>	I (1)	I (1)	I (1)	I (1)	I (2)	I (2)	I(1)	I(1)
<i>lnm1</i>	I (1)	I (1)	I (1)	I (1)	I (1)	I (1)	I(1)	I(1)
<i>lnpt</i>	I(2)	I(2)	I(1)	I(1)	I(2)	I(2)	I(2)	I(2)
<i>lnrgdpsa</i>	I (1)	I (1)	I (1)	I (1)	I (0)	I (0)	I(1)	I(1)
<i>Intüfesa</i>	I (1)	I (1)	I (1)	I (1)	I (2)	I (2)	I(1)	I(1)
<i>doll</i>	I (1)	I (1)	I (1)	I (1)	I (1)	I (1)	I(1)	I(1)
<i>intr</i>	I(0)	I (0)	I(0)	I (0)	I(0)	I (1)	I(0)	I(0)

A: Birinci Dönem (1987:1-2005:12), B: İkinci Dönem (1987:1-2007:09)

Sonuç olarak; VAR analizinde faiz oranı değişkeni düzey değeriyle, nominal döviz kuru, M1 para arzı, reel GSYİH, TÜFE ve dolarizasyon oranı değişkenleri birinci farkı alınmış değerleriyle ve para tabanı ise ikinci farkı alınmış değeriyle yer alacaktır. Birinci farkı alınan serilerin başına “*d*” harfi, ikinci fark için ise “*dd*” harfleri eklenecektir. Birim kök testleri sonucunda durağanlık mertebeleri belirlenen serilerin durağanlaştırılmış (farkı alınmış) halleri grafik 5.3'te sunulmaktadır.<sup>83</sup>

<sup>83</sup> Birim kök test sonuçlarına göre nominal döviz kuru 1. farkta durağan çıkmıştır. Bu bağlamda döviz kuru *dlnex* olarak simgelenmiştir. Yani *dlnex* nominal döviz kurunun birinci logaritmik farkını

**Grafik 5.3 Durağan Değerlerde Zaman Serileri**



simgelemektedir:  $dlnex = \log(ex_t) - \log(ex_{t-1}) = \log[ex_t / ex_{t-1}]$ . Bu sonuç da bize yaklaşık olarak aylık % değişimi  $[(ex_t - ex_{t-1}) / ex_{t-1}]$  vermektedir. Özetle  $dlnex$  serisi ulusal paradaki değer kaybını yansıtmaktadır.

#### 5.4.1.2 Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi ve VAR İstikrar Koşulu

VAR analizinde durağanlık koşulu sağlandıktan sonra yapılması gereken diğer bir önemli aşama gecikme uzunluklarının belirlenmesidir. Literatürde gecikme sayısını belirlemede çok sayıda bilgi kriterinden yararlanılmaktadır. Bunlar arasında, Olabilirlik Oran Testi (LR), Son Tahmin Hatası (FPE), Akaike Bilgi Kriteri, Schwarz Bilgi Kriteri (SC) ve Hannan-Quinn Bilgi Kriteri (HQ) yer almaktadır. Bu kapsamda, para politikası aracının *para tabanı* ve *M1* olduğu VAR tahmininde, 1. ve 2. döneme ilişkin gecikme uzunluğu test sonuçları tablo 5.6'da yer almaktadır.

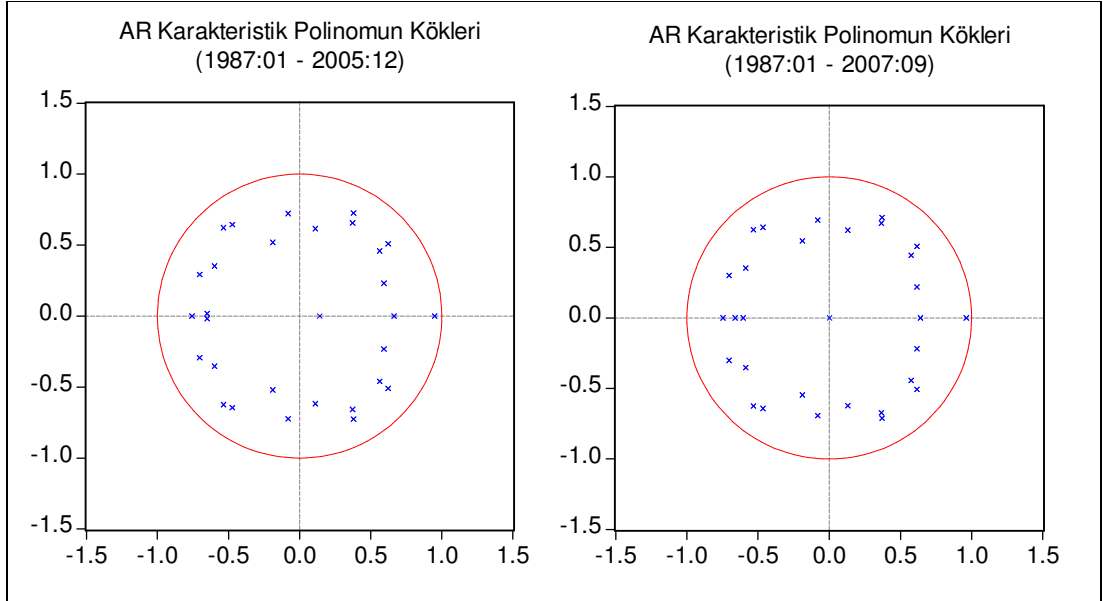
**Tablo 5.6 Gecikme Uzunluğu Test Sonuçları**

Para Tabanı Modeli 1. Dönem (1987:01 – 2005:12)					
Gecikme	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	1.21e-09	-3.507058	-3.320151	-3.431556
1	492.6146	1.59e-10	-5.532269	<b>-4.784642*</b>	<b>-5.230258*</b>
2	92.47135	1.41e-10	-5.655995	-4.347648	-5.127477
3	64.88375	1.42e-10	-5.653557	-3.784490	-4.898531
4	82.96254	1.28e-10	-5.756119	-3.326331	-4.774585
5	74.62315	<b>1.20e-10*</b>	<b>-5.827690*</b>	-2.837182	-4.619649
6	39.52157	1.35e-10	-5.716684	-2.165455	-4.282134
7	37.03253	1.54e-10	-5.598947	-1.486999	-3.937890
8	<b>52.17092*</b>	1.60e-10	-5.579551	-0.906882	-3.691986
9	38.34116	1.79e-10	-5.485897	-0.252508	-3.371825
Para Tabanı Modeli 2. Dönem (1987:01 – 2007:09)					
0	NA	1.11e-09	-3.594162	-3.419089	-3.523604
1	568.6002	1.26e-10	-5.763816	<b>-5.063526*</b>	<b>-5.481586*</b>
2	101.0804	1.09e-10	-5.912546	-4.687039	-5.418645
3	66.46600	1.09e-10	-5.914915	-4.164191	-5.209342
4	84.62742	9.92e-11	-6.011580	-3.735638	-5.094335
5	78.40442	<b>9.22e-11*</b>	<b>-6.089663*</b>	-3.288504	-4.960746
6	40.37974	1.03e-10	-5.989041	-2.662664	-4.648451
7	38.03411	1.15e-10	-5.882572	-2.030978	-4.330311
8	<b>55.48356*</b>	1.18e-10	-5.875176	-1.498365	-4.111243
9	37.75933	1.31e-10	-5.780124	-0.878095	-3.804519
M1 Modeli 1. Dönem (1987:01 – 2005:12)					
Gecikme	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	2.59e-09	-2.745284	-2.558982	-2.670034
1	414.9092	4.99e-10	-4.390767	<b>-3.645557*</b>	<b>-4.089765*</b>
2	74.89562	4.82e-10	-4.427627	-3.123509	-3.900875
3	73.85410	4.62e-10	-4.470352	-2.607327	-3.717849
4	67.79880	<b>4.54e-10*</b>	<b>-4.493196*</b>	-2.071263	-3.514942
5	<b>51.49263*</b>	4.81e-10	-4.439763	-1.458923	-3.235758
6	27.37835	5.80e-10	-4.261589	-0.721842	-2.831834
7	36.43087	6.63e-10	-4.140687	-0.042032	-2.485180
8	39.91030	7.39e-10	-4.047973	0.609589	-2.166715
9	35.84257	8.42e-10	-3.938948	1.277521	-1.831940

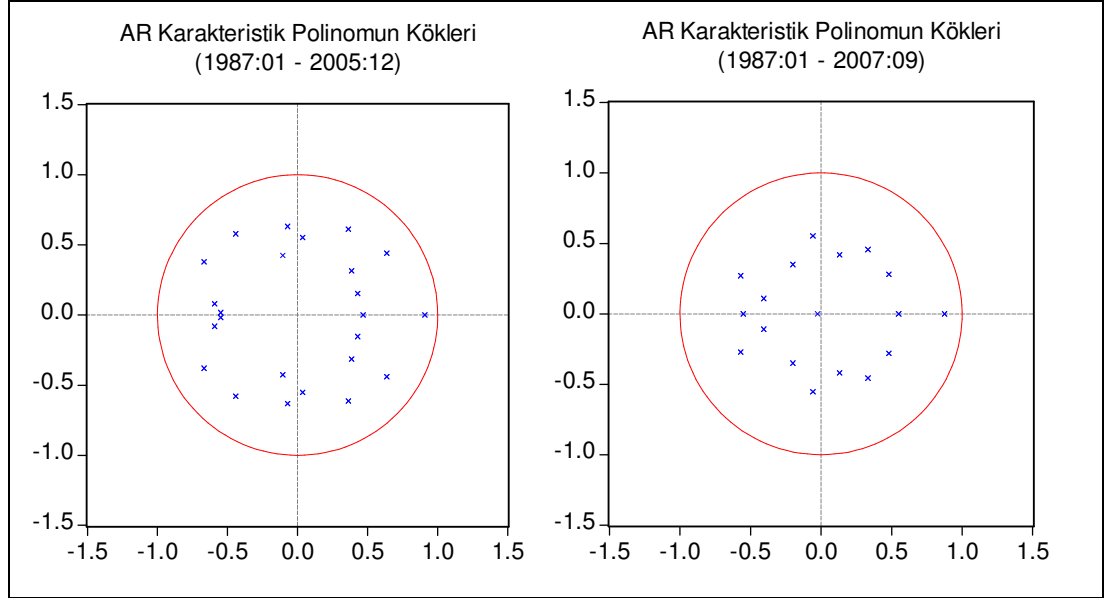
M1 Modeli 2. Dönem (1987:01 – 2007:09)					
0	NA	2.34e-09	-2.846249	-2.671699	-2.775910
1	481.2219	3.94e-10	-4.628206	<b>-3.930004*</b>	<b>-4.346850*</b>
2	78.47741	3.76e-10	-4.675739	-3.453886	-4.183366
3	74.23485	<b>3.62e-10*</b>	<b>-4.713456*</b>	-2.967951	-4.010065
4	63.46176	3.65e-10	-4.710143	-2.440987	-3.795736
5	<b>62.52860*</b>	3.66e-10	-4.710958	-1.918151	-3.585534
6	29.35962	4.30e-10	-4.555771	-1.239312	-3.219329
7	34.66427	4.91e-10	-4.432281	-0.592171	-2.884822
8	40.73283	5.42e-10	-4.346544	0.017218	-2.588068
9	34.08904	6.17e-10	-4.231567	0.655846	-2.262074

Sonuç olarak, VAR modelimiz için gecikme uzunlukları, para tabanı modeli için 1. ve 2. dönem için FPE ve AIC bilgi kriterleri çerçevesinde 5 olarak belirlenmiştir. Para politikası aracının M1 para arzı olduğu VAR modeli için de gecikme uzunluğu FPE ve AIC bilgi kriterlerine göre 1. dönem için 4, 2. dönem içinse 3 olarak belirlenmiştir. Grafik 5.4 ve 5.5'ten de görüldüğü üzere, seçilen gecikme uzunlukları VAR istikrar (durağanlık) koşulunu da sağlamakta, yani sistemin karakteristik kökleri birim çemberin içerisinde yer almaktadır. VAR istikrar koşulunun sağlanması güvenilir etki-tepki fonksiyonu katsayılarının elde edilebilmesi için gereklidir.

**Grafik 5.4 VAR İstikrar Koşulu (Para Tabanı Modeli)**



**Grafik 5.5 VAR İstikrar Koşulu (M1 Modeli)**



#### 5.4.1.3 Değişkenlerin Sıralanması

VAR analizinde önem arz eden konulardan bir diğeri de modele katılacak değişkenlerin sıralanmasıdır. VAR modelinde, etki-tepki ve varyans ayrıştırma analizi sistem içerisindeki değişkenlerin sıralanışına duyarlıdır. Matris formunda sıra yanlış belirlenmişse sonuçlar farklı çıkabilir. Literatürdeki yaygın uygulama değişkenlerin en dışsaldan en içsele doğru sıralanması şeklindedir. Değişkenlerin sıralanması çeşitli nedensellik analizleriyle belirlenebileceği gibi değişkenler arasındaki ilişkilere ait herhangi bir önbilgi bulunması durumunda yani iktisadi teoriden hareketle de belirlenebilir. Bu bağlamda VAR modeline katılacak değişkenlerin sıralanışı, Tutar (2005: 54-56) de takip edilerek şu şekilde belirlenmiştir:

- Bütçe açıklarının Türkiye’de uzun yıllar boyunca, monetizasyon yoluyla finanse edilmesi nedeniyle en dışsal değişken para arzı olarak kabul edilmiştir.
- Faiz oranlarının para arzındaki değişikliklerden etkilendiği varsayılmıştır: Genişleyici (daraltıcı) bir para politikası para arzını arttırarak (düşürerek) faiz oranlarını düşürür (arttırır).

- Dolarizasyonun ya da aynı anlamda kullanmak üzere para ikamesinin döviz kuru üzerinde etkili olduğu düşünülmektedir. Dolarizasyon oranının, döviz tevdiat hesabının (DTH) toplam mevduata oranı olduğunu düşünürsek, DTH'nın artması (dolayısıyla dövize olan talebin artması) dolarizasyon oranını arttıracak, döviz talebinin artması da ulusal paranın değer kaybetmesine neden olacaktır.<sup>84</sup>
- Nominal döviz kurundaki değişmelerin ayrıca, para arzı ve faiz oranlarındaki değişikliklerden etkilendiği varsayılmıştır. Para arzındaki artış, ulusal paranın değer kaybetmesine neden olur. Faiz oranlarındaki artış ise, ulusal para cinsinden varlıklara talebi arttıracığından ulusal para değer kazanır.
- Ekonomik büyüme oranının para arzı, faiz oranları ve ulusal paradaki değer kaybından etkilendiği varsayılmıştır. Para arzındaki artış talepte canlanma yaratarak, ekonomik büyümenin hızlanmasına katkıda bulunur. Faizlerdeki artış yatırımlarda düşüşe neden olarak ekonomik faaliyetlerde daralmaya yol açar. Ulusal paradaki değer kaybı ihracatta artışa neden olacağından ekonomik büyüme oranının artmasına katkı sağlar.
- Enflasyonun ise, para arzı, faiz oranları ve ulusal paradaki değer kaybından etkilendiği varsayılmıştır. Para arzındaki artış fiyatlar genel seviyesinde, dolayısıyla enflasyonda artışa yol açar. Faizlerdeki artış, iş dünyasında maliyetleri arttıracığından ve firmalar maliyetlerdeki artışı fiyatlara yansıtacağından kısa dönemde enflasyonun yükselmesine neden olabilir. Buna karşılık, faizlerdeki artış, para arzında daralmayı gerektirdiğinden, talebi düşürerek enflasyonun düşmesine yol açabilmektedir. Ulusal paradaki değer kaybı da enflasyonda yükselişe neden olabilmektedir.
- Sonuç olarak modeldeki en dışsal değişken para arzı ( $dlnM1$  ya da  $ddlnt$ ), en içsel değişken enflasyon ( $dln\pi$ ) olarak belirlenmiştir. Nihai sıralama şu şekildedir:  **$ddlnt$ ,  $intr$ ,  $ddlnt$ ,  $dlnex$ ,  $dlnrgdpsa$ ,  $dln\pi$** .

Enders (1995: 309)'a göre, sıralamanın önemi hata terimleri arasındaki korelasyon katsayısının büyüklüğüne bağlıdır. Bu bağlamda, farklı sıralamalarda tahmin

<sup>84</sup> Dolarizasyon ve nominal döviz kuru arasındaki ilişkiyi Granger nedensellik testi ile incelediğimizde, ilk 3 gecikme düzeyinde dolarizasyondan nominal döviz kuruna doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.

edilen modelin hata terimleri arasındaki korelasyon katsayılarında bir farklılık meydana gelmiyorsa, sıralamanın farklılaşması önemli olmamaktadır. Diğer taraftan, öngörülen sıralama ile elde edilecek etki-tepki fonksiyonu sonuçları ile sıralamanın tersine çevrilerek elde edilen etki-tepki fonksiyonu sonuçlarını da karşılaştırmak gerekir. Eğer önemli bir farklılık varsa sıralama önemli hale gelmektedir ve sıralama için ilave bir araştırma zorunlu olmaktadır.

Bu kapsamda bu çalışmada, Tutar (2005) tarafından iktisadi teoriden yararlanılarak oluşturulan yukarıdaki sıralama ile yapılan etki-tepki ve varyans ayrıştırma analizleri, yine Tutar (2005)'den yararlanılarak oluşturulan iki alternatif sıralama ile yapılan modelden elde edilen sonuçlarla karşılaştırılmıştır. Alternatif sıralamalardan ilki; **ddlnt, dlncrgdpsa, intr, ddoll, dlncx, dlntüfesa** olarak yapılmıştır. İkincisi ise; **ddlnt, ddoll, dlncx, intr, dlncrgdpsa, dlntüfesa** olarak yapılmıştır.

Sonuç olarak, bu çalışmada VAR modeli, temel olarak öngörülen sıralama ve diğer alternatif iki sıralama ile de tahmin edilmiştir. Ancak, her üç sıralamada da hata terimleri arasındaki korelasyon katsayılarının değişmediği gözlenmiştir (bkz. Ek-5 tablo 6.3). Etki-tepki fonksiyonu ve varyans ayrıştırma sonuçlarında ise önemli sayılabilecek değişiklikler gözlenmemiş ve iktisadi yorumlama açısından herhangi bir değişiklik olmamıştır.<sup>85</sup>

#### 5.4.2 VAR Modeli Tahmin Sonuçları<sup>86</sup>

Tahminleyecek olduğumuz nihai VAR modelininin Ek-3'te yer alan denklem (1.4) ve (1.5)'e uyarlanmış matematiksel formunu görmek için Ek-6 tablo 6.4'e

---

<sup>85</sup> Çalışmada VAR modeli ayrıca, Peseran ve Shin (1998) tarafından önerilen *genelleştirilmiş etki-tepki analizi (generalized impulse-response)* ile de tahmin edilmiştir. Genelleştirilmiş etki-tepki analizi, sıralamaya duyarlı geleneksel yaklaşıma alternatif bir yaklaşımdır. Geleneksel yaklaşımda, *dikeyleştirilmiş (orthogonalized) etki-tepki analizi* kullanılmaktadır. Genelleştirilmiş etki-tepki analizinin geleneksel yaklaşımdan farkı, şokların dikeyleştirilmesini gerektirmemesi ve VAR sisteminde yer alacak değişkenlerin sıralamasından etkilenmemesidir (Bahmani-Oskooe and Domaç, 2002: 17). Bu kapsamda VAR modelimiz genelleştirilmiş etki-tepki analizi ile de test edilmiş ancak yine elde edilen sonuçların önceliklerden önemli derecede farklılık göstermediği gözlenmiştir.

<sup>86</sup> Para tabanı ve M1'li modele ilişkin 1. ve 2. dönem VAR tahmin sonuçları Ek-7'de sunulmaktadır.

bakılabilir. Tablo 6.4'te örnek oluşturması amacıyla, M1'li model için 2. döneme ilişkin modelin matematiksel formu sunulmaktadır.

#### 5.4.2.1 Para Politikası Aracının *Para Tabanı Olduğu Tahmin Sonuçları*

##### ➤ *Etki-Tepki Fonksiyonları (1. Dönem)*

Etki-tepki fonksiyonları hesaplanırken, bu fonksiyon için gerekli olan güven aralıkları 1000 tekrar içeren Monte Carlo simülasyonları yardımı ile ve  $\pm 2$  standart sapma için türetilmiştir. Etki-tepki fonksiyon grafiklerindeki kesikli çizgiler  $\pm 2$  standart sapma için elde edilen güven aralıklarını göstermektedir. Grafiklerdeki sütunlar (çubuklar) ise modelin hata teriminde meydana gelen bir standart sapmalık şoka karşı bağımlı değişkenin zaman içerisinde gösterdiği tepkiyi ifade etmektedir.<sup>87</sup> Bu çerçevede birinci döneme ilişkin tahmin edilen VAR modeli üzerinden yapılan etki-tepki analizinde, değişkenlerin hata terimlerine verilen bir standart sapmalık şoka enflasyonun (dlntüfesa) tepkisi incelenmiş ve tablo 5.7 ile grafik 5.6'daki sonuçlar elde edilmiştir.

Grafik 5.6, bize hemen hemen tüm değişkenlerin dışsal bir şoktan sonra uzun dönem denge değerlerine yakınsadığını göstermekle beraber, hata terimlerine verilen bir standart sapmalık şokun enflasyon üzerindeki etkisi hakkında da önemli bilgiler vermektedir. Grafikten de görüldüğü üzere, parasal büyüme şokunun enflasyon üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur. Bu sonuca göre, parasal büyüme ile enflasyon arasında öngörülebilir bir ilişki bulunmamaktadır. Bu bulgu, literatürdeki, Türkiye'de yüksek kamu kesimi açıklarının para basarak finanse edilmesinden sağlanan senyorej gelirlerinin yüksek enflasyona neden olduğu görüşü ile çelişmektedir. Bu bulguya Tutar (2005: 56) ve Bozkurt (2006: 193) da ulaşmıştır. Kasapoğlu (2007)'de

---

<sup>87</sup> Runkle (1987), etki-tepki fonksiyonlarının istatistiksel açıdan anlamlı olup olmadığının analiz edilmesi için güven aralıklarının oluşturulması gerektiğini vurgulamaktadır. Runkle (1987) bu bağlamda, varyans ayrıştırması ve etki-tepki fonksiyonları için güven aralıklarının dikkate alınmadığı daha önceki birçok çalışmanın şüpheli olduğunu ileri sürmüştür. Ayrıca Güloğlu (2005: 1), VAR katsayılarının doğrusal bir fonksiyon olmadıklarından onların gerçek değerlerinin bilinmeyeceğini ve bu yüzden de etki-tepki katsayılarının istatistiksel özelliklerinin bilinmesinin araştırmacılar için önem arz ettiğini belirtmiştir. Bu çerçevede etki-tepki katsayılarının istatistiksel belirsizliğini azaltmada, güven aralıklarının kullanılması oldukça yaygın bir uygulamadır.

de aynı şekilde parasal şoklar ile enflasyon arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişki bulunmamıştır. TCMB (2002d: 68-70) ve Us (2004) tarafından da benzer bulgulara ulaşılmıştır. Kalkan, Kipici ve Peker (1997: 77) ise para arzı olarak M1'i kullandıkları analizlerinde, M1 parasal büyüme şokunun 5. ve 6. aylarda enflasyon üzerinde pozitif etkisi olmasına rağmen, ilk 4 ayda bu etkinin negatif olduğunu ve bunun beklenmediğini vurgulamışlardır. Yazarlar bu bağlamda, para politikası amaçları çerçevesinde M1'in kullanılırken çok dikkatli olunması gerektiğini ifade etmişlerdir.

Enflasyonun, faiz oranlarında meydana gelen 1 standart sapmalı pozitif şoka verdiği tepkiler incelendiğinde ise, enflasyonun 2., 3., 9. ve 10. ayda istatistiksel olarak anlamlı olarak arttığı gözlenmiştir. Faize verilen şok, enflasyon üzerindeki en büyük etkisini % 0,4'lük pozitif bir etki ile ikinci ayda göstermektedir. Faiz şokunun enflasyona kümülatif etkisinin ise istatistiksel olarak anlamlı olmak üzere, ilk 12 aylık dönemde yaklaşık % 2,0 ve ilk 24 ayda ise % 2,7 olduğu görülmüştür (bkz. tablo 5.7). Türkiye'de pozitif faiz şoklarının enflasyonu arttırdığı bulgusuna, Tutar (2005), Bozkurt (2006), Gül ve Ekinci (2006), Kasapoğlu (2007) ve Peker (2007) tarafından da ulaşılmıştır. Tutar (2005: 57), beklenmedik bu sonucu borçlanma maliyetleri artan firmaların maliyetlerdeki artışı tüketiciye yansıtarak enflasyonun yükselmesine sebep olması şeklinde yorumlamıştır. Kalkan, Kipici ve Peker (1997: 77) tarafından da ulaşılan pozitif enflasyon-faiz ilişkisi, yazarlar tarafından maliyet itişli (cost-push) mekanizmadan ziyade daha farklı görüşlerle açıklanmıştır. Bu bağlamda yazarlara göre, interbank faiz oranları, piyasa oyuncuları interbank oranlarını beklentilerini şekillendirmek için en uygun zamanda mevcut olabilen bir değişken olarak gördüklerinden, enflasyonist beklentilerin şekillenmesinde önemli bir rol oynayabilmektedir. Bundan dolayı, yazarlara göre, bu pozitif ilişki daraltıcı para politikasından ziyade enflasyonist beklentileri yanılmaktadır. Ayrıca yazarlar, alternatif olarak, enflasyonist beklentilerdeki yükselme ya da spekülasyon nedenlerle kurlarda ortaya çıkabilecek yukarı yönlü baskı olduğu zaman, merkez bankasının kurlar üzerindeki baskıyı hafifletmek için interbank oranlarını arttırarak interbank piyasasına müdahalede bulunduğunu, ancak buna rağmen, enflasyonun diğer türlü olabileceğinden daha düşük seviyede olmak üzere yükselmeye devam ettiğini ifade etmişlerdir. Kalkan,

Kipici ve Peker (1997) tarafından ileri sürülen bu alternatif yorumlamanın daha uygun olduğu düşünülmektedir.<sup>88</sup> Bu durum, Kasapoğlu (2007) tarafından da aynı şekilde yorumlanmıştır.

Pozitif faiz-enflasyon ilişkisi iktisat yazınında fiyat sorunsalı (price puzzle) olarak nitelendirilmektedir.<sup>89</sup> Güloğlu ve Orhan (2007) tarafından yapılan analizde ise Türkiye’de fiyat sorunsalı şeklindeki bir anomali tespit edilmemiştir. Aksine, yazarların para arzı tanımını olarak M2Y kullandıkları ve faiz oranlarında başlangıçta yaşanan bir artışı daraltıcı faiz şoku olarak tanımladıkları analizlerinde, teorik beklentilerle tutarlı olarak daraltıcı (genişletici) bir parasal şokun fiyatlar üzerindeki etkisinin negatif (pozitif) olduğunu tespit edilmiştir.

Dolarizasyon şokuna ise, enflasyon ilk 4 ay sürekli artarak tepki vermiştir. Daha sonra bu etki istatistiksel anlamlılığını kaybetmiştir. Dolarizasyon şokunun enflasyon üzerindeki ilk 12 ay itibarıyla kümülatif etkisi istatistiksel olarak anlamlı olarak % 1,6 olmuştur. Ulusal paradaki değer kaybının (dlnex) ise enflasyonu anında % 0,4 artırdığı, ancak bu etkinin çok kısa sürerek 2. aydan sonra istatistiksel anlamlılığını kaybettiği görülmektedir. Bununla birlikte, kur şokunun enflasyon üzerindeki ilk 12 aydaki kümülatif etkisi istatistiksel olarak anlamlı olmak üzere % 1,6 olmuştur. Ulusal paradaki değer kaybının enflasyon üzerindeki bu pozitif etkisini, Kalkan, Kipici ve Peker (1997) 2. ve 3. aylar için tespit ederken, Tutar (2005) yaklaşık olarak ilk 3 ay ve Kasapoğlu (2007) ise yaklaşık olarak ilk 4,5 aylık bir etki tespit etmiştir. Bu sonuçlar, bize ulusal paradaki değer kaybının, ithal girdilerin ve nihai malların fiyatlarını arttırarak enflasyonun yükselmesine neden olduğunu göstermektedir. Ancak Türkiye bağlamında, ulusal paradaki değer kayıplarının enflasyonun en önemli dinamiklerinden birini oluşturduğu düşünüldüğünde, kur şokunun enflasyon üzerindeki etkisinin, kısa sürdüğü (ilk 2 ay) söylenebilir.

---

<sup>88</sup> Barth III ve Ramey (2000) tarafından A.B.D. ekonomisi için parasal aktarım mekanizmasına ilişkin yapılan çalışmada da faiz şoklarının enflasyonu arttırdığı yönünde sonuca ulaşılmış ve yazarlar bu sonucu maliyet etkisi ile açıklamışlardır. Christoffersen, Słok ve Wescott (2001) tarafından Polonya için VAR yöntemi kullanılarak yapılan analizde de aynı sonuca ulaşılmıştır.

<sup>89</sup> Fiyat sorunsalı hakkında daha detaylı bilgi için bkz. Sims (1992). Fiyat sorunsalı hakkında Türkiye’ye yönelik yapılmış analiz için bkz. Aktaş, Kaya ve Özlale (2005).

Ekonomik büyümedeki (dlnrgdpsa) bir standart sapmalık pozitif şoka, enflasyon birinci ayda % 0,26 azalarak, ikinci ayda ise % 0,23 aratarak tepki vermiştir. İkinci aydan sonra bu etki istatistiksel anlamlılığını kaybetmiştir. Enflasyonun kendisine verilen şoka verdiği tepki ise, 1-3, 6-9 ve 11-14. aylar arasında istatistiksel olarak anlamlı olmak üzere artarak olmuştur. Enflasyonun kendisindeki şoka verdiği en büyük tepki yaklaşık % 1,2 ile birinci ayda olmuştur. Enflasyon şokunun kendisi üzerindeki kümülatif etkisi ise ilk 12 ay sonunda % 4,1 ve ilk 36 ay sonunda ise % 7,2 olmuştur.

Grafik 5.7’de ise, diğer değişkenlerin 1 standart sapmalık parasal büyüme şokuna (ddlnpt) verdikleri dönemlik tepkiler görülmektedir. Buna göre, parasal büyüme şokunun ele alınan dönemde faiz oranı, dolarizasyon oranındaki değişme, ulusal paradaki değer kaybı ve reel ekonomik büyüme üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmüştür. Peker (2007)’de ise parasal büyüme şokuna, faiz oranının beklentiler çerçevesinde 2. ve 3. ayda azalarak tepki verdiği tespit edilmiştir. Aslan ve Korap (2007) ise, rezerv paradaki büyümeye verilen 1 standart sapmalık negatif şok karşısında reel faiz oranının 2. ayda % 15 arttığını, enflasyonun ise 3. ayda % 0.5 arttığını fakat reel hasıldaki büyümenin ve reel efektif döviz kurunun bu şoktan etkilenmediğini tespit etmişlerdir.

Grafik 5.8’de ise diğer değişkenlerin 1 standart sapmalık pozitif faiz şokuna verdikleri dönemlik tepkiler görülmektedir. Buna göre faiz şokunun parasal büyüme üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmektedir. Bu bulguya Kasapoğlu (2007) tarafından da ulaşılmıştır. Güloğlu ve Orhan (2007) ise bu şokun M2Y üzerindeki etkisini negatif olarak tespit etmişlerdir. Grafik 5.8’de görüldüğü üzere, faiz şokunun kendisi üzerindeki etkisi ise pozitif yönlü olarak oldukça kuvvetli olmak üzere ilk 3 ayda etkisini göstermekte, daha sonra ise etki sönmekte ve istatistiksel anlamlılığını kaybetmektedir. Bu şokun etkisinin 3 ay gibi kısa bir dönemde etkili olması, şokun geçici olduğu kanısını güçlendirmektedir. Diğer taraftan faiz şokunun, 1., 6. ve 8. aylarda istatistiksel olarak anlamlı şekilde dolarizasyonu artırdığı görülmüştür. Ayrıca faiz şokunun, beklentilerin aksine ulusal paradaki değer kaybını da arttırdığı gözlenmiştir. Buna göre, nominal döviz kurundaki büyüme istatistiksel olarak anlamlı

şekilde ilk 3 ay ve 9. ayda artmıştır. Faiz şoku, nominal döviz kurundaki büyüme üzerinde % 1,8'lük bir etki ile istatistiksel olarak 2 ay sonra en önemli etkiye sahip olmaktadır. Kasapoğlu (2007) de faiz şokuna kurların ilk 2 ay, Tutar (2005) ise ilk 3 ay artarak tepki verdiğini tespit etmiştir. Diğer taraftan faiz şokunun reel iktisadi büyümeye etkisi incelendiğinde, beklentiler çerçevesinde faizde ortaya çıkan şokun reel büyümeyi 2. ve 3. ayda düşürdüğü ve bu sonucun istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Kasapoğlu (2007) tarafından yapılan analizde de sanayi üretim endeksi faiz şokuna 2. ayda azalarak tepki vermiştir.

Grafik 5.8'de ulaşılan önemli bulgulardan birisi, teorinin aksi yönde hareket eden faiz-kur ilişkisine yöneliktir. İktisat yazınında kur sorunsalı (exchange rate puzzle) olarak tanımlanan bu anomali durumu Güloğlu ve Orhan (2007) tarafından tespit edilememiş, aksine çalışmada yazarlar teorik beklentilerle uyumlu olarak, yani daraltıcı parasal bir şokun (fazilerdeki yükselmenin) döviz kurunun azalmasına, yani YTL'nin değer kazanmasına yol açtığını tespit etmişlerdir. Diğer taraftan, bizim bulgumuza göre faiz ile ulusal paranın değer kaybı arasında pozitif bir ilişki vardır. Bu bulgumuza doğru olduğu varsayımı altında, bazı kesimler tarafından özellikle 2001 krizi sonrası Türkiye'de "**yüksek faiz – düşük kur**" politikası uygulanıyor tartışmasına ışık tutacağı düşüncesiyle kısaca değinmekte yarar vardır. Bildiğimiz üzere, lisans düzeyindeki iktisat ders kitaplarında faiz artarken kurun da düştüğü söylenir. Hatırlanacağı üzere, portföy teorisi mali yatırımcıların yerli para cinsinden mi yoksa yabancı para cinsinden mi mali varlık tutacaklarına nasıl karar vereceklerini, şöyle açıklıyor: Mali yatırımcılar riskten kaçınan tipte değilse (yani risk almak açısından yansız iseler), hangi cins mali varlığın beklenen getirisi daha yüksekse ona yönelecekler. Burada bilinen şekliyle söylenen şudur: Yurtiçi faiz haddi, yurtdışı faiz haddi ile kurdaki artış beklentisinin toplamından ne kadar yüksekse, ulusal para cinsinden mali varlıklara olan talebin o kadar artması beklenir. İşte, Türkiye'de bazı kesimler tarafından uzun zamandır 'enflasyonla mücadele amacıyla kurun baskı altına alınması için faizlerin yüksek tutulduğu' savı, bu teoriden yola çıkmaktadır. Bu görüşe göre, yurtiçi faiz yeteri kadar yüksekse, dövize talebin azalacağı, dövizin değer kaybedeceği ve sonuçta ulusal paranın değerleneceği (kurun düşeceği) düşünülmektedir (Özatay, 2007: 1). Kısacası TCMB'nın

faiz silahını kurları baskı altında tutmak için kullandığı, yani “yüksek faiz – düşük kur” politikası uygulandığı iddia edilmektedir.

Ancak, Türkiye’de mekanizmanın farklı yönde çalıştığı ve bu teorinin tutmadığı görülmektedir. Gökçe (2006), faiz haddi ile TL’nin değer kaybı arasında pozitif bir ilişki çıkmasının, borç sorunu ve borcun ödenmemesi riski nedeni ile gerçekleştiğini (default risk) belirtmektedir. Gökçe (2006)’ya göre, faiz yükselince yüksek borçlu ülkenin borç geri ödememe riski artınca, sermaye riski nedeni ile kaçmaya başlıyor ve ulusal para da değer kaybediyor. Daha önceden bahsettiğimiz ve Blanchard (2004) tarafından Brezilya’yı (2002 Brezilya deneyimi) inceleyen çalışmada ulaşılan sonuç da bu yöndedir. Halbuki, borç geri ödememe riski olmayan ortamda faiz artınca ulusal paraya talep aratacağından, portföy teorisinde ulusal para değerlenirdi. Diğer taraftan, Gökçe (2006)’nın yorumu bağlamında, Merkez Bankası’nın faiz indirdiği durumu düşünerek şöyle bir yorum da yapılabilir: Diğer değişkenler aynı kalmak üzere, politika faiz oranları düşürüldüğünde, ekonominin gidişatıyla ilgili olumlu sinyal verilmiş olur. Bu sinyali doğru algılayan getiri arayan yabancıların artan güveni sonucunda da ülkeye döviz girişi hızlanmakta ve ters para ikamesi güçlenerek sonuçta ulusal para değerlenmektedir. Görüldüğü gibi pozitif bir ilişki bu şekilde ortaya çıkabilir. Özetle, burada belirleyici olan faizin düzeyi değil, bekleyişlerdir.

Yüksek faiz-düşük kur tartışmasında, çok iyi anlaşılması gereken hususlardan birisi, enflasyon oranının, ekonomideki diğer değişkenlerden bağımsız hareket eden bir değişken olmadığıdır. Daha önceden de değindiğimiz gibi Türkiye’deki enflasyonun izleyeceği yolu belirleyen temel değişkenlerden birisi de döviz kurunun artış oranıdır. Bu bağlamda, enflasyonu belirleyen değişkenlerdeki mevcut ve ileride oluşabilecek hareketler, enflasyonun ileride izleyeceği yolu çizmekte, bunlar da Merkez Bankası’nın kısa vadeli faiz oranı hakkındaki kararlarını etkilemektedir. Bu bağlamda 4 Haziran 2003 tarihli, TCMB’nin faiz oranlarının düşürülmesine ilişkin basın duyurusunda, sözelimi, Türk lirası’nın giderek değerleniyor olmasının, başka değişkenlerde enflasyonu tersine etkileyecek bir hareketin yokluğunda, enflasyonda düşüş eğiliminin kuvvetleneceği anlamına geleceği belirtilerek, Merkez Bankası’nın bu eğilime bakarak

kısa vadeli faiz oranlarını düşürmesi halinde, hiç şüphesiz bu eyleminin amacının döviz kurunun ulaştığı düzeye müdahale olmadığı çok açık bir şekilde vurgulanmıştır. TCMB'na göre, amaçlanan sadece ve sadece enflasyon ile mücadelede gelinen noktada enflasyon hedefi ile uyumlu faiz oranı düzeyine yaklaşmak ve “genel gidişatın” olumlu yönde olduğu hakkında kamuoyuna sinyal vermektir. Dolayısıyla TCMB tarafından herhangi bir kur hedefi yoktur. Zaten dalgalı kur rejimi altında döviz kuru endojen bir değişkendir. Yani kurun değeri, sadece para politikasının değil; aynı zamanda ekonomik ve siyasi tüm politika uygulamalarının ve buna bağlı olarak şekillenen beklentilerin sonucunu yansıtmaktadır. Bunun anlamı, Türk parasının değerinin amaç değil, bir sonuç olduğudur. Dolayısıyla, “yüksek faiz-düşük kur” şeklinde bir politika uygulaması yoktur ve uygulanan politika “düşük enflasyon için gereken faiz politikası”dır (Yılmaz, 2007c: 11) .

TCMB'nın kurları hedeflemediğinin açık bir göstergesi, aslında, TCMB'nın dalgalı kur piyasasında yaptığı iki tür işlemi bilirsek de ortaya çıkar. Buna göre TCMB, dalgalı kur piyasasında, i) aşırı oynaklığa müdahale ve ii) rezerv biriktirme amaçlı döviz alımları şeklinde iki tür işlem yaptığını duyurmaktadır (bkz. Serdengeçti, 2005d: 27). Dolayısıyla bu, kurun düzeyinden bağımsız bir politikadır: seviyeye değil, oynaklığa müdahale edilmektedir.

Sonuç olarak belirtmek gerekirse, Türkiye’de enflasyonla mücadele kapsamında portföy teorisinden yola çıkan yüksek faiz-düşük kur uygulanıyor savı, pozitif faiz şoklarına kurların yükselerek tepki verdiği bulgusu ile çelişmektedir. Bu savı savunanlar, dolayısıyla kurun değer kazanması için faizin düşürülmesi gerektiğini ileri sürmektedirler. Diğer taraftan, kur ve faizler arasında ampirik olarak böyle pozitif bir ilişki veri iken ne tür bir mekanizma faiz düşerken kuru yükseltecek, bunu sorgulamak gerekir. Bu sav dahilinde TCMB eğer faizleri düşürürse kurlar yükselmeyecek, aksine düşecek ve ulusal para değerlendirilecektir.<sup>90</sup>

---

<sup>90</sup> Aslında, kısa vadeli faiz oranları ile döviz kuru arasındaki ilişki çok boyutlu ve karmaşıktır. Zira, iktisat biliminde en çok akademik tartışmanın yapıldığı ve geliştirilen kuramların hala istenilir düzeyde olmadığı hakkında neredeyse görüş birliği olduğu alanların belki başında döviz kuru gelmektedir. Bu zorluğa bir de borç dinamiğinin sürdürülebilirliği hakkındaki beklentilerin döviz kuru ve faiz üzerinde oluşturduğu ve

**Tablo 5.7 Enflasyon Birikimli Etki-Tepki Fonksiyonları (1. Dönem, Para Tabanı ile)**

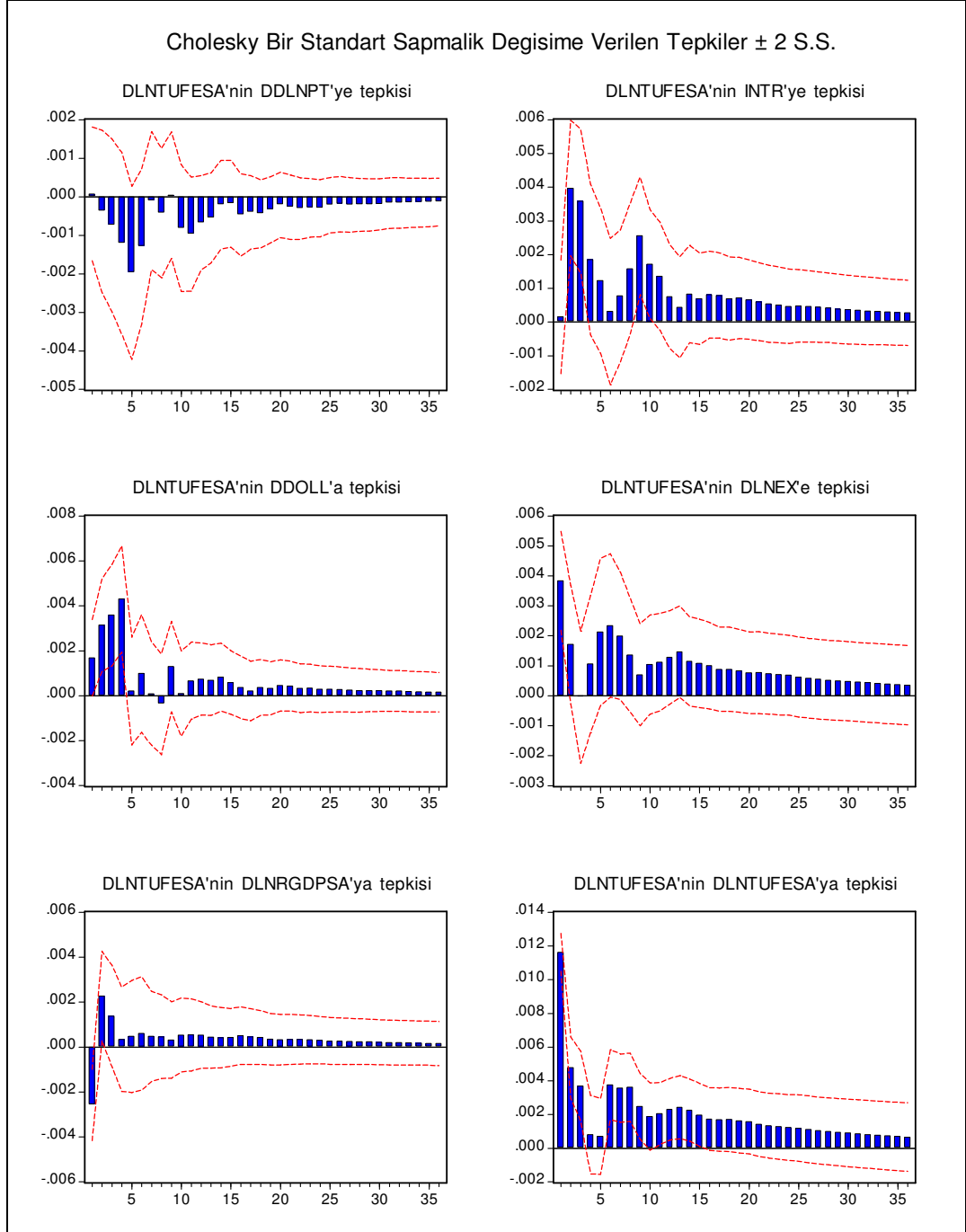
Dönem	DDLNPT	INTR	DDOLL	DLNEX	DLNRGDPSA	DLNTUFESA
<b>1</b>	7.52E-05 (0.00086)	0.000153 (0.00084)	0.001687 (0.00086)	0.003837 (0.00083)	-0.002577 (0.00078)	0.011619 (0.00056)
<b>2</b>	-0.000299 (0.00158)	0.004126 (0.00150)	0.004833 (0.00153)	0.005548 (0.00146)	-0.000304 (0.00145)	0.016401 (0.00118)
<b>3</b>	-0.001043 (0.00227)	0.007710 (0.00214)	0.008425 (0.00223)	0.005501 (0.00219)	0.001076 (0.00214)	0.020091 (0.00181)
<b>4</b>	-0.002247 (0.00292)	0.009563 (0.00270)	0.012735 (0.00288)	0.006563 (0.00290)	0.001423 (0.00282)	0.020899 (0.00248)
<b>5</b>	-0.004219 (0.00338)	0.010790 (0.00320)	0.012950 (0.00350)	0.008693 (0.00359)	0.001896 (0.00345)	0.021596 (0.00315)
<b>6</b>	-0.005514 (0.00378)	0.011105 (0.00377)	0.013944 (0.00426)	0.011039 (0.00433)	0.002506 (0.00416)	0.025352 (0.00368)
<b>12</b>	-0.008456 (0.00621)	0.019846 (0.00699)	0.016487 (0.00813)	0.018557 (0.00823)	0.005373 (0.00790)	0.041260 (0.00806)
<b>24</b>	-0.012423 (0.01050)	0.027583 (0.01332)	0.021760 (0.01479)	0.029536 (0.01564)	0.010044 (0.01417)	0.061531 (0.01921)
<b>36</b>	-0.014580 (0.01417)	0.031999 (0.01905)	0.024436 (0.02035)	0.035244 (0.02257)	0.012611 (0.01905)	0.072274 (0.03170)

Cholesky Sıralaması: DDLNPT INTR DDOLL DLNEX DLNRGDPSA DLNTUFESA  
Paranetez içindeki değerler standart hatalardır.

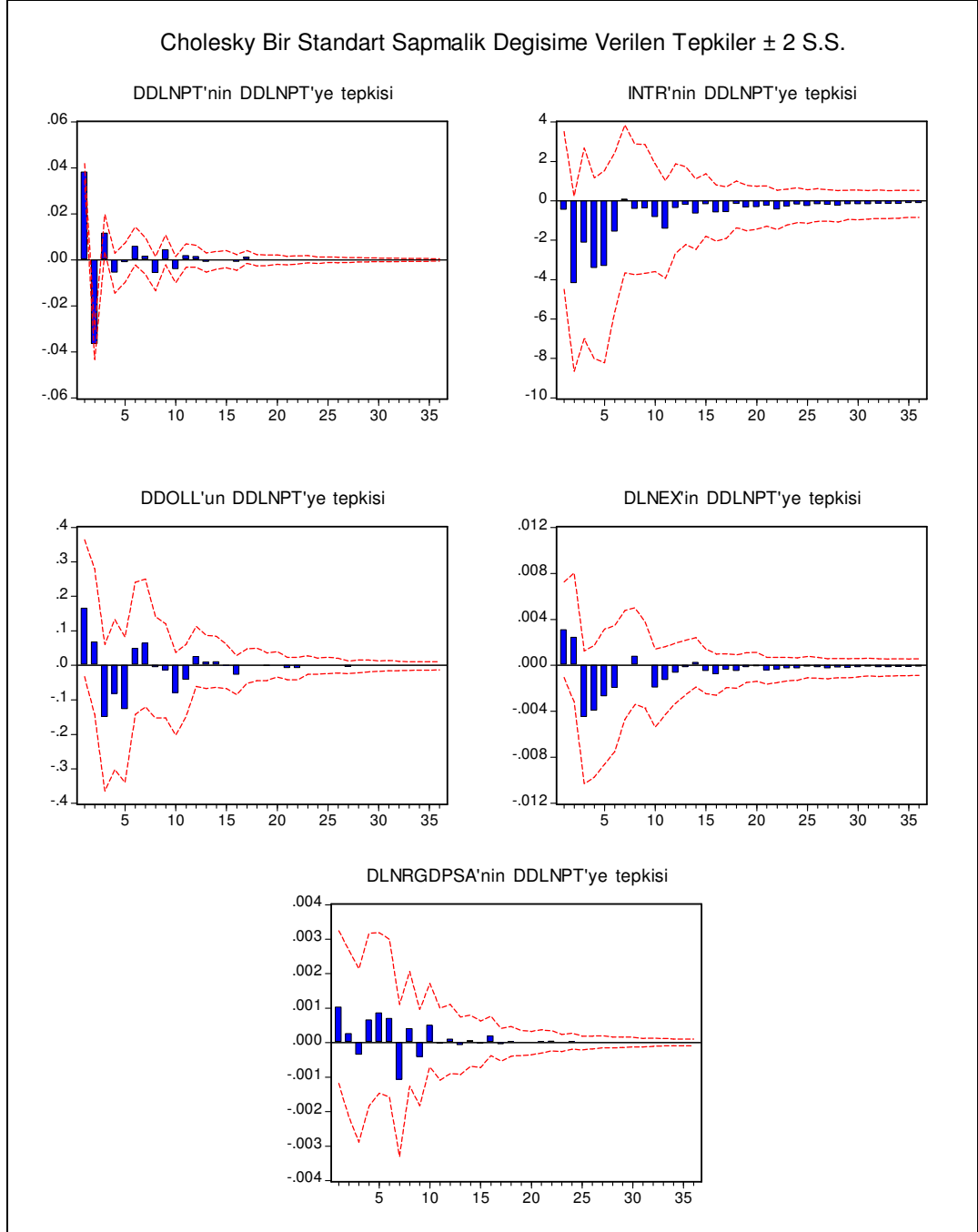
standart ders kitaplarında yer almayan hareketler de eklenince, bu konuların ileri düzeyde uzmanlık gerektirdiği ortaya çıkmaktadır (TCMB, 2003d).

Faiz ve kur arasındaki çok boyutlu karmaşık ilişki şu şekilde örneklendirilebilir (Başçı, 2007: 23): Diğer değişkenler aynı kalmak üzere, politika faiz oranları düşürüldüğünde (artırıldığında); **1)** Türk parası cinsinden varlıkların getirisi düşer (artar). Döviz talebi artar (düşer). Türk parası üzerinde değer kaybetme (değer kazanma) baskısı oluşur. **2)** Gidişatla ilgili olumlu (olumsuz) sinyal verilmiş olur. Güven artar (azalır). Ters para ikamesi güçlenir (zayıflar). Türk parası üzerinde değer kazanma (değer kaybetme) baskısı oluşur. **3)** Döviz kuru, ekonomik temellerden ve politika faizlerinden kopuk hareket edebilir: Döviz likiditesi, yatırımcı davranışları, farklı beklentiler. Diğer taraftan bu üç ilişkiden hangisinin ne derecede baskın olacağını o anki konjonktür belirlemektedir. İlk iki etkinin para birimi üzerinde çatışan 2 faktör olduğuna dikkat edilmelidir.

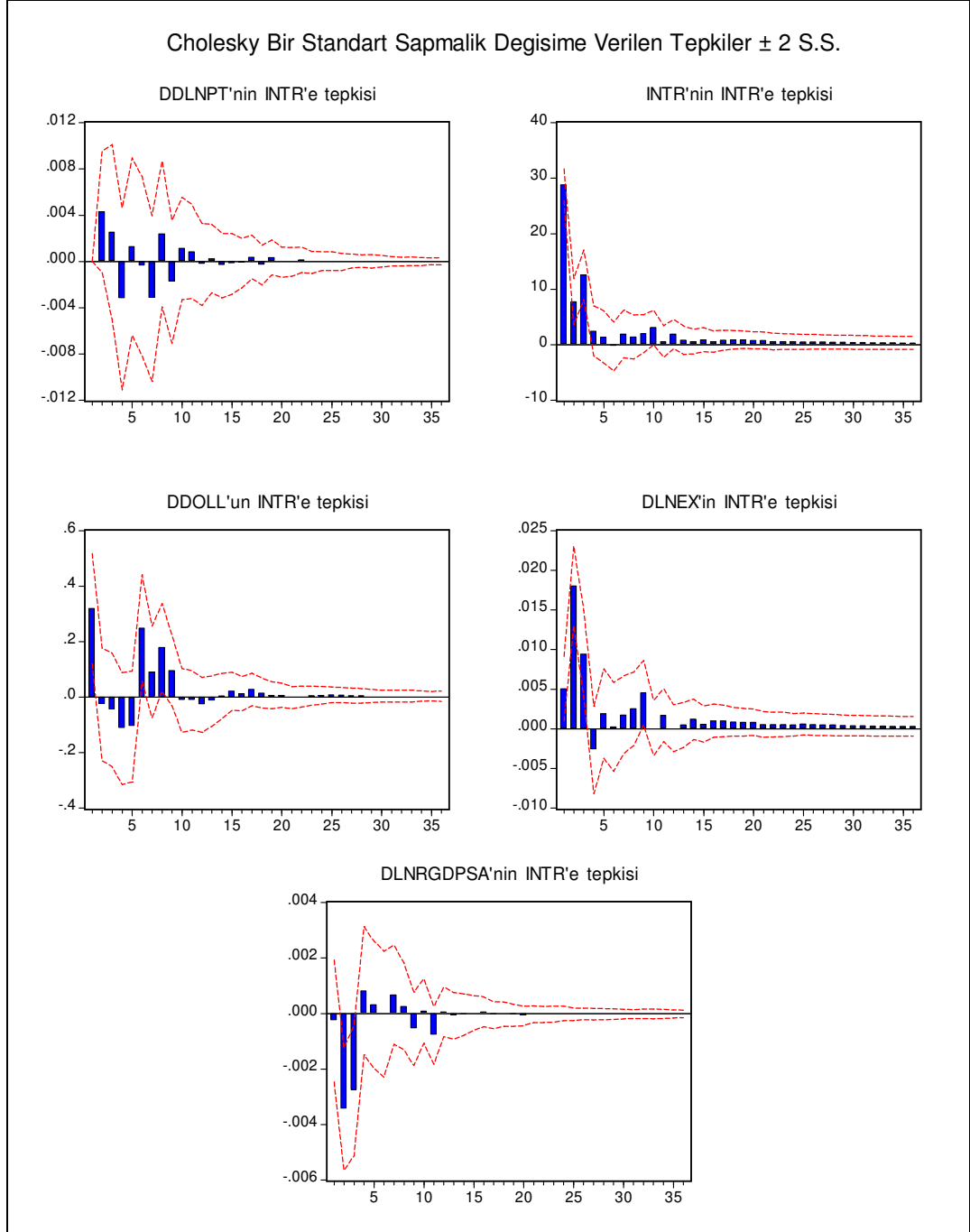
**Grafik 5.6 Diğer Değişkenlere Verilen 1 Standart Sapmalı Şoka Enflasyonun Verdiği Dönemlik Tepkiler (1. Dönem, Para Tabanı ile)**



**Grafik 5.7 Diğer Değişkenlerin 1 Standart Sapmalı Parasal Şoka Dönemlik Tepkileri (1. Dönem, Para Tabanı ile)**



**Grafik 5.8 Diğer Değişkenlerin 1 Standart Sapmalı Faiz Şokuna Dönemlik Tepkileri (1. Dönem, Para Tabanı ile)**



➤ **Varyans Ayırıştırma (1. Dönem)**

Varyans ayırıştırma analizinde, dışsal bir şok nedeniyle bir değişkende medyana gelen değişmelerin yüzde kaçının kendi, yüzde kaçının diğer değişkenlerden, kaynaklandığı araştırılmaktadır. Tablo 5.8’de, enflasyonun hata tahmin varyans ayırıştırma sonuçlarına bakıldığında, etki-tepki analiz sonuçlarını teyit edici sonuçlar olduğu görülmektedir. Buna göre, bir aylık gecikme düzeyinde enflasyonda meydana gelen değişimin yaklaşık % 85’i kendisindeki, % 9,2’si ulusal paradaki değer kaybındaki, % 4,2’si ekonomik büyümedeki, % 1,8’i de dolarizasyon oranındaki değişmeden kaynaklanmaktadır. Faiz oranının ise ilk ayda enflasyonu açıklamadaki gücü çok zayıftır. Bununla birlikte faiz oranının enflasyon üzerindeki bu açıklayıcılık gücü ikinci ayla birlikte artışa geçmektedir. Para tabanındaki değişimin ise enflasyon üzerindeki açıklayıcılık gücü tüm dönemler boyunca % 0-2,5 aralığında kalarak oldukça düşük çıkmıştır.

**Tablo 5.8 Enflasyon Varyans Ayırıştırma Sonuçları (1. Dönem, Para Tabanı ile)**

Dönem	S.E.	DDLNPT	INTR	DDOLL	DLNEX	DLNRGDPSA	DLNTUFESA
1	1.467600	0.003554	0.014744	1.787980	9.243772	4.169724	84.78022
2	1.485695	0.067499	7.316335	5.898817	8.170041	5.464360	73.08295
3	1.531501	0.271338	11.11223	9.945276	6.845598	5.317128	66.50843
4	1.539035	0.758442	11.32968	15.61493	6.630827	4.883377	60.78275
5	1.576883	2.054762	11.43003	15.06262	7.933268	4.782067	58.73725
6	1.601558	2.436408	10.63994	14.29235	9.101213	4.555875	58.97422
12	1.633630	2.533810	12.37253	12.22699	9.951282	4.022811	58.89258
24	1.637746	2.533500	11.94320	11.25784	11.03551	3.923107	59.30685
36	1.638382	2.531772	11.89440	11.00418	11.25671	3.909855	59.40308

Cholesky Sıralaması: DDLNPT INTR DDOLL DLNEX DLNRGDPSA DLNTUFESA

Enflasyonun ilk aydaki kendisi üzerindeki % 85’lik yüksek açıklayıcılık gücü, on ikinci ay itibariyle yaklaşık % 60’a düşmüş olmakla birlikte hala çok yüksektir. On ikinci ay itibariyle enflasyondaki değişimin yaklaşık % 12’si dolarizasyon oranındaki, % 12’si faiz oranındaki, % 10’u ulusal paradaki değer kaybındaki değişimden kaynaklanmıştır. 36 aylık bir dönemi ele aldığımızda da bu sonuçların neredeyse değişmediği görülmüştür. Genel olarak söylecek olursak, enflasyonun, 36 aylık

dönemde, kendisinin tahmin hatasının yüzde 60'lık kısmını açıklaması, Türkiye'deki enflasyonist ataletin (inertia), enflasyon dinamiği üzerinde ne kadar önemli bir etken olduğunu açıkça göstermektedir. Ayrıca, parasal büyümede meydana gelen şokların, enflasyondaki değişimin oldukça düşük bir yüzdesini açıklaması, parasal büyümenin enflasyon hakkında öngörü yapılmasına olanak tanımadığına işaret etmektedir. Bu sonuçları bir bütün olarak değerlendirdiğimizde, Türkiye'de enflasyon oranının, çok büyük bir oranda kendisinde meydana gelen artışlardan ve ayrıca gelecekteki bir devalüasyon beklentisi, para ikamesi artışı ve faiz oranı artışından önemli ölçüde etkilenebileceğini göstermektedir.

Tablo 5.9'da ise parasal büyümenin varyans ayrıştırma sonuçları görülmektedir. Buna göre gerek kısa dönemde gerekse uzun dönemde parasal büyümedeki değişimin en büyük kaynağını yine kendisindeki değişimler oluşturmaktadır. 36 aylık dönem sonunda parasal büyümedeki değişimin yaklaşık % 84'ü kendisinden kaynaklanmaktadır. Bu dönem sonunda, diğer değişkenlerin katkısı ise % 1,6 – 4,9 aralığında değişmektedir. Bu sonuç bize parasal büyümenin ele alınan dönemde en dışsal değişken olduğunu da göstermektedir. Bu açıdan, bu sonuç VAR modelimizde oluşturulan sıralamanın doğruluğunu da teyit edici niteliktedir.

**Tablo 5.9 Parasal Büyüme Varyans Ayrıştırma Sonuçları (1. Dönem, Para Tabanı)**

Dönem	S.E.	DDLNPT	INTR	DDOLL	DLNEX	DLNRGDPSA	DLNTUFESA
1	0.038256	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.053948	96.96643	0.636781	0.249481	1.489415	0.657713	0.000183
3	0.056687	92.03697	0.777244	0.620948	4.000984	1.546783	1.017066
4	0.058409	87.68099	1.037486	1.785794	4.753371	2.486032	2.256330
5	0.059293	85.12931	1.054202	3.516711	4.622825	2.644308	3.032643
6	0.059920	84.36966	1.037000	3.466170	4.804291	2.642566	3.680309
12	0.061049	83.46920	1.565217	3.682909	4.861332	2.727424	3.693921
24	0.061138	83.35245	1.578074	3.738913	4.877854	2.726168	3.726536
36	0.061138	83.35182	1.578170	3.739107	4.878009	2.726210	3.726681

Cholesky Sıralaması: DDLNPT INTR DDOLL DLNEX DLNRGDPSA DLNTUFESA

Tablo 5.10'da ise faiz oranı değişkeninin varyans ayrıştırma sonuçları görülmektedir. Buna göre 12 aylık dönem sonunda, faizdeki değişimin yaklaşık % 72'si kendisinden, % 13'ü dolarizasyon oranındaki ve % 6'sı da enflasyondaki değişmeden kaynaklanmaktadır. Bu sonuçlar da bize para arzından sonra faizin en dışsal değişkenlerden biri olduğunu göstermektedir.

**Tablo 5.10 Faiz Oranı Varyans Ayrıştırma Sonuçları (1. Dönem, Para Tabanı ile)**

Dönem	S.E.	DDLNPT	INTR	DDOLL	DLNEX	DLNRGDPSA	DLNTUFESA
1	28.79184	0.029042	99.97096	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	31.77898	1.775714	88.03515	6.142290	0.044647	3.706454	0.295744
3	34.38404	1.913821	88.57009	5.880845	0.132333	3.167844	0.335066
4	34.76406	2.846900	87.15325	5.753248	0.175564	3.160078	0.910956
5	36.42882	3.434242	79.51174	11.52078	1.091433	2.906871	1.534934
6	37.10734	3.494801	76.63791	12.48890	1.752042	2.909906	2.716447
12	38.75641	3.428974	71.82255	13.31870	2.399900	2.767752	6.262128
24	39.72201	3.394169	68.78784	13.02782	3.160358	2.788168	8.841647
36	39.98504	3.384223	68.02140	12.90718	3.351813	2.798625	9.536763

Cholesky Sıralaması: DDLNPT INTR DDOLL DLNEX DLNRGDPSA DLNTUFESA

➤ ***Etki-Tepki Fonksiyonları (2. Dönem)***

Enflasyon hedeflemesine geçtikten sonraki süreci de kapsayan ikinci dönem VAR modelinden elde edilen enflasyon etki-tepki fonksiyon sonuçları grafik 5.9'da sunulmaktadır. Buna göre, enflasyonun diğer değişkenlere verilen şoklara tepkisinin 2. dönemde de farklılık göstermediği aynı eğilimlerin devam ettiği görülmektedir. Yalnızca, faiz şoklarına enflasyonun tepkisinin 10. ayda da anlamlılık kazandığı ve enflasyonun kendi şoklarına istatistiksel olarak anlamlı şekilde verdiği tepkinin ise 1. dönemde 1-3, 6-9 ve 11-14. aylar arasında iken, 2. dönemde 1-3. ve 6-16. aylar şeklinde genişlediği görülmektedir.

Enflasyonun kümülatif etki-tepki sonuçları ise tablo 5.11'de görülmektedir. Buna göre sadece istatistiksel olarak anlamlı tepkileri yorumlayacak olursak, faiz şokuna enflasyonun ilk 24 ay sonundaki kümülatif tepkisinin % 3,1 artış şeklinde olduğu görülmektedir. Yine aynı şekilde, enflasyon üzerindeki dolarizasyon şoklarının ilk 12 ay

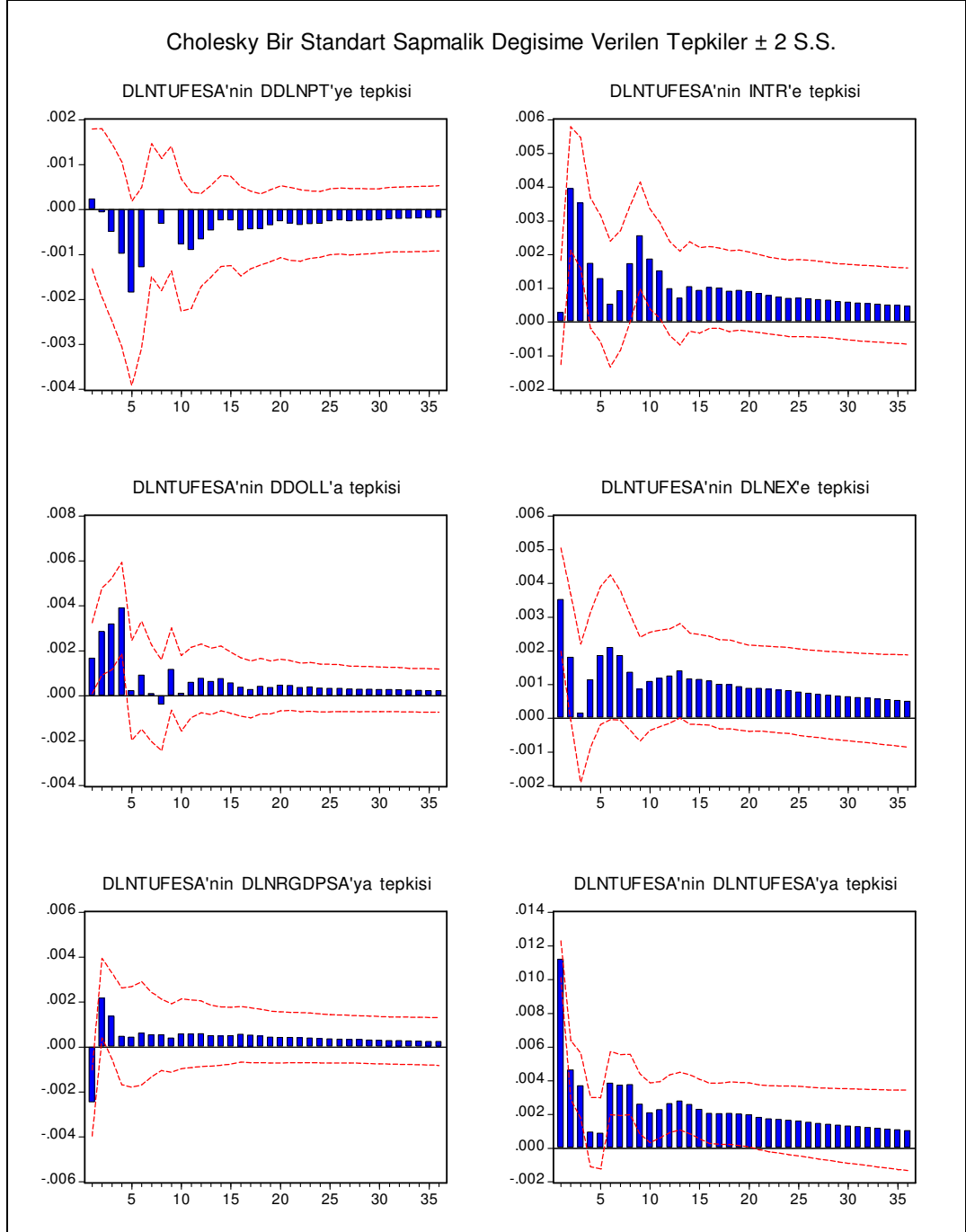
sonraki kümülatif etkisi % 1,5, ulusal paradaki değer kaybı şoklarının ilk 24 ay sonraki kümülatif etkisi % 3,0 ve enflasyon şoklarının ilk 36 ay sonundaki kümülatif etkisi ise yaklaşık % 8,3 olmuştur. Diğer değişkenlerin, parasal büyüme ve faiz şoklarına verdiği tepkiler incelendiğinde ise bu sonuçların da 2. dönemde değişiklik göstermediği gözlenmiştir (bkz. grafik 5.10 ve 5.11).

**Tablo 5.11 Enflasyon Birikimli Etki-Tepki Fonksiyonları (2. Dönem, Para Tabanı ile)**

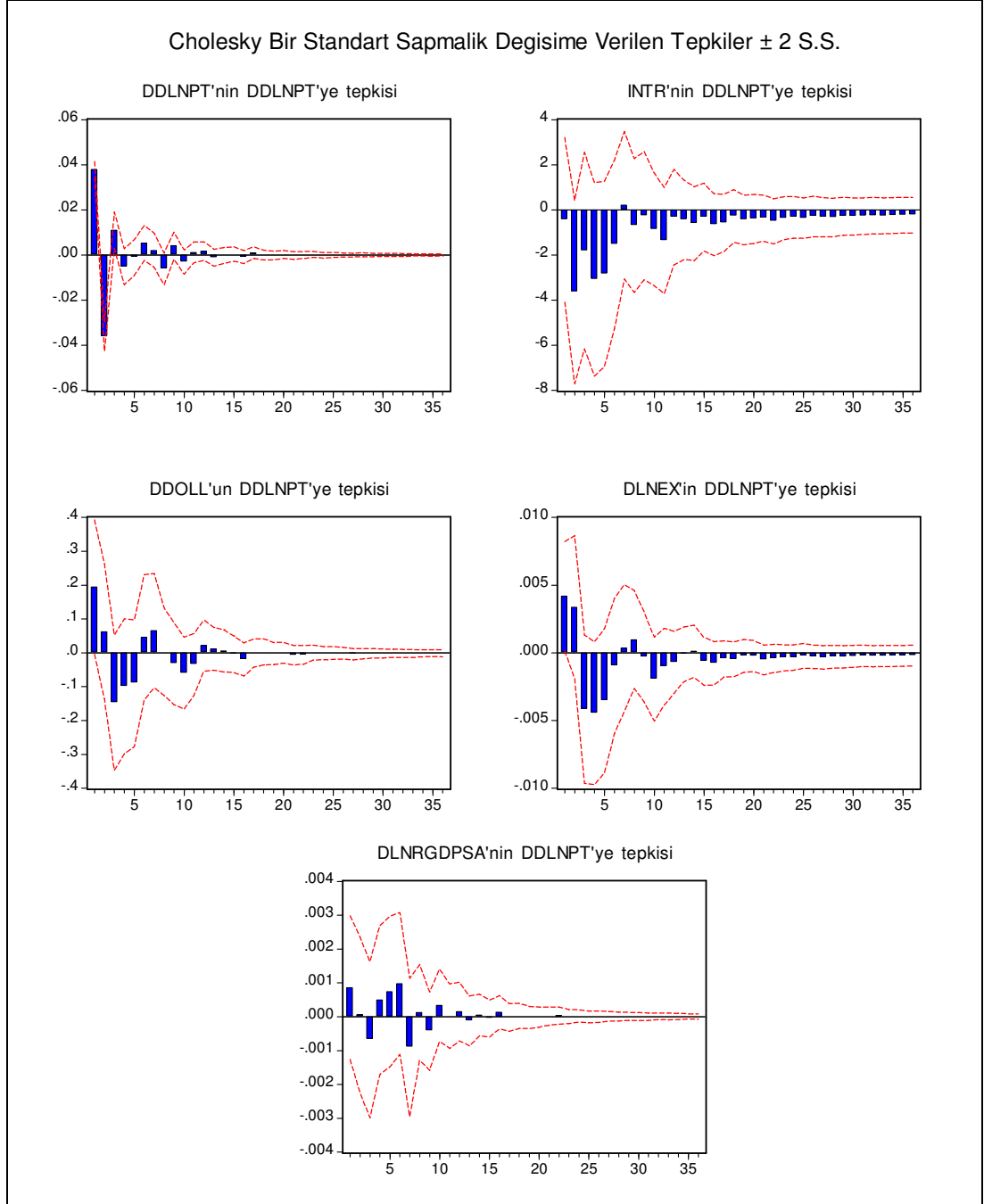
Dönem	DDLNPT	INTR	DDOLL	DLNEX	DLNRGDPSA	DLNTUFESA
<b>1</b>	0.000239 (0.00076)	0.000283 (0.00080)	0.001678 (0.00080)	0.003522 (0.00077)	-0.002484 (0.00072)	0.011217 (0.00052)
<b>2</b>	0.000165 (0.00140)	0.004243 (0.00139)	0.004541 (0.00138)	0.005334 (0.00133)	-0.000307 (0.00130)	0.015866 (0.00110)
<b>3</b>	-0.000340 (0.00206)	0.007774 (0.00201)	0.007741 (0.00201)	0.005485 (0.00201)	0.001077 (0.00190)	0.019583 (0.00169)
<b>4</b>	-0.001333 (0.00267)	0.009518 (0.00255)	0.011650 (0.00263)	0.006629 (0.00266)	0.001551 (0.00249)	0.020535 (0.00228)
<b>5</b>	-0.003193 (0.00315)	0.010809 (0.00301)	0.011887 (0.00326)	0.008490 (0.00325)	0.002002 (0.00313)	0.021417 (0.00285)
<b>6</b>	-0.004490 (0.00350)	0.011340 (0.00351)	0.012804 (0.00396)	0.010592 (0.00387)	0.002622 (0.00383)	0.025273 (0.00332)
<b>12</b>	-0.007179 (0.00600)	0.020961 (0.00656)	0.015150 (0.00761)	0.018219 (0.00749)	0.005896 (0.00742)	0.042426 (0.00754)
<b>24</b>	-0.011489 (0.01053)	0.031529 (0.01283)	0.020654 (0.01423)	0.030308 (0.01504)	0.011491 (0.01421)	0.067268 (0.01913)
<b>36</b>	-0.014318 (0.01441)	0.038583 (0.01896)	0.024043 (0.01993)	0.037889 (0.02325)	0.015136 (0.02031)	0.082957 (0.03374)

Cholesky Sıralaması: DDLNPT INTR DDOLL DLNEX DLNRGDPSA DLNTUFESA  
Paranetez içindeki değerler standart hatalardır.

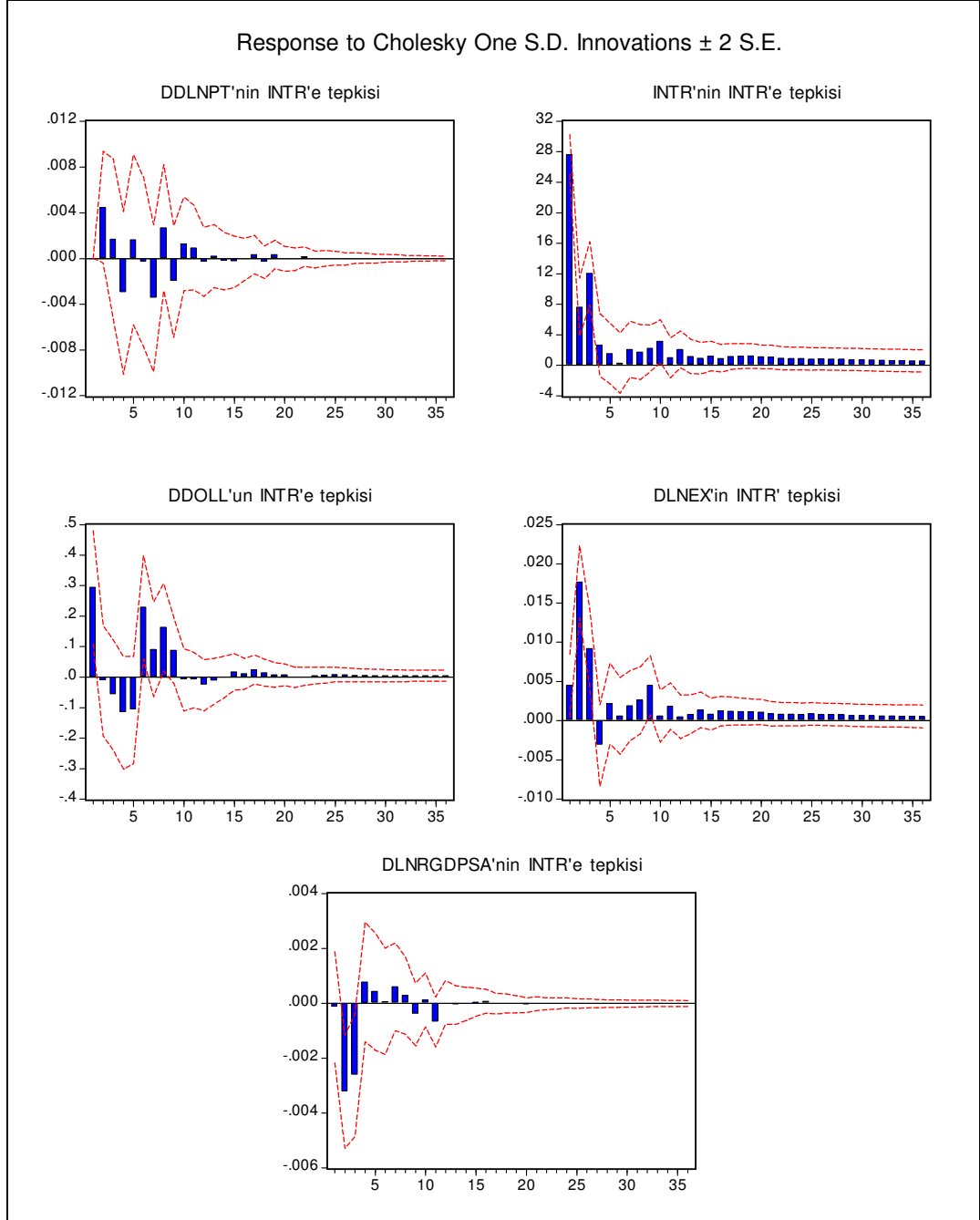
**Grafik 5.9 Diğer Değişkenlere Verilen 1 Standart Sapmalı Şoka Enflasyonun Verdiği Dönemlik Tepkiler (2. Dönem, Para Tabanı ile)**



**Grafik 5.10 Diğer Değişkenlerin 1 Standart Sapmalı Parasal Şoka Dönemlik Tepkileri (2. Dönem, Para Tabanı ile)**



**Grafik 5.11 Diğer Değişkenlerin 1 Standart Sapmalı Faiz Şokuna Dönemlik Tepkileri (2. Dönem, Para Tabanı ile)**



➤ **Varyans Ayırıştırma (2. Dönem)**

Para politikası aracının para tabanı olduğu model için 2. döneme ilişkin varyans ayırıştırma sonuçları tablo 5.12’de sunulmaktadır. Buna göre, enflasyon varyans ayırıştırma sonuçlarının 1. dönemdekinden pek farklılık göstermediği görülmektedir. Faiz oranının enflasyondaki değişimleri açıklama gücünde ise bununla birlikte nisbi olarak bir artış olmuş ve 12 ay sonunda % 13,3 olarak gerçekleşmiştir. Fakat diğer değişkenlerde genel olarak yorumlamayı değiştirecek boyutta değişiklikler gözlenmemiştir.

**Tablo 5.12 Enflasyon Varyans Ayırıştırması (2. Dönem, Para Tabanı ile)**

Dönem	S.E.	DDLNPT	INTR	DDOLL	DLNEX	DLNRGDPSA	DLNTUFESA
1	0.037841	0.038790	0.054183	1.909871	8.420636	4.188442	85.38808
2	0.053152	0.031159	7.847962	5.482903	7.811109	5.432913	73.39395
3	0.055660	0.132747	11.78426	8.869830	6.558265	5.353448	67.30145
4	0.057160	0.498745	11.96721	13.97967	6.513003	4.994193	62.04718
5	0.058139	1.758735	12.15726	13.50347	7.559983	4.891603	60.12895
6	0.058709	2.197258	11.32198	12.75575	8.486390	4.647989	60.59064
12	0.059855	2.231751	13.32205	10.55056	9.277743	4.076719	60.54118
24	0.059942	2.188589	13.01322	9.272691	10.34693	3.926492	61.25207
36	0.059943	2.180368	13.00543	8.855026	10.64700	3.894167	61.41801

Cholesky sıralaması: DDLNPT INTR DDOLL DLNEX DLNRGDPSA DLNTUFESA

Aynı şekilde, parasal büyüme ve faiz oranı için yapılan varyans ayırıştırma sonuçlarının da 1. dönemden pek farklılık göstermediği görülmüştür (bkz. tablo 5.13 ve 5.14). Yalnızca, enflasyondaki değişimlerin faizde ortaya çıkan değişimleri açıklama gücü 1. dönemde 36 ay sonunda % 9,5 iken, 2. dönemde bu oranın % 14,4’e yükseldiği tespit edilmiştir. 12 ve 24 ay sonundaki oranların da aynı şekilde yükselmiş olduğu görülmektedir. Yani faizdeki değişimler, 1. döneme kıyasla 2. dönemde daha büyük oranda enflasyon değişimleriyle ortaya çıkmaktadır. Bu sonuç bize, özellikle enflasyon hedeflemesine geçtikten sonra TCMB’nın temel politika aracı olan kısa vadeli faizlerin daha sık kullanıldığını göstermektedir. Aslında, gerek enflasyon gerekse faiz varyans ayırıştırma sonuçlarında iki değişkenin de birbiri üzerinde etkisi olduğu görülmektedir.

Zaten yaptığımız Granger nedensellik testlerine göre de, kısa vadeli faiz oranları ile enflasyon arasında ilk 5 gecikme düzeyinde gerek %1 gerekse %5 anlamlılık düzeyinde çift yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. 6. gecikmeden sonra ise ilişkinin yönü sadece faizden enflasyona doğru olmak üzere değişmektedir.

**Tablo 5.13 Parasal Büyüme Varyans Ayrıştırma Sonuçları (2. Dönem, Para Tabanı ile)**

Dönem	S.E.	DDLNPT	INTR	DDOLL	DLNEX	DLNRGDPSA	DLNTUFESA
1	0.037841	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.053152	97.01384	0.712651	0.328954	1.334000	0.598416	0.012139
3	0.055660	92.39988	0.743609	0.547560	3.564269	1.483928	1.260756
4	0.057160	88.44757	0.981593	1.331774	4.150113	2.399562	2.689389
5	0.058139	85.52896	1.027940	3.259205	4.013157	2.643122	3.527617
6	0.058709	84.69252	1.010757	3.198681	4.226776	2.617952	4.253311
12	0.059855	83.53033	1.697375	3.412359	4.416073	2.687154	4.256705
24	0.059942	83.39973	1.708489	3.500569	4.429372	2.685879	4.275961
36	0.059943	83.39879	1.708623	3.501046	4.429517	2.685901	4.276122

Cholesky Sıralaması: DDLNPT INTR DDOLL DLNEX DLNRGDPSA DLNTUFESA

**Tablo 5.14 Faiz Oranı Varyans Ayrıştırma Sonuçları (2. Dönem, Para Tabanı ile)**

Dönem	S.E.	DDLNPT	INTR	DDOLL	DLNEX	DLNRGDPSA	DLNTUFESA
1	0.037841	0.025605	99.97440	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.053152	1.460554	89.18108	5.388331	0.017303	3.534624	0.418113
3	0.055660	1.552847	89.78491	5.162332	0.053374	3.040212	0.406327
4	0.057160	2.374462	88.24993	5.038847	0.081768	3.004035	1.250954
5	0.058139	2.822989	80.42555	10.78839	1.119491	2.741091	2.102492
6	0.058709	2.896104	77.23705	11.76257	1.575113	2.731360	3.797798
12	0.059855	2.837308	71.36174	12.22241	2.465533	2.598227	8.514783
24	0.059942	2.781452	66.65176	11.63548	3.461426	2.652475	12.81740
36	0.059943	2.761680	65.01462	11.37133	3.812397	2.676950	14.36303

Cholesky Sıralaması: DDLNPT INTR DDOLL DLNEX DLNRGDPSA DLNTUFESA

#### 5.4.2.2 Para Politikası Aracının M1 Olduğu Tahmin Sonuçları

Para politikası aracının M1 olduğu modelden elde edilen etki-tepki grafikleri ve varyans ayrıştırma sonuçları Ek-8'de sunulmaktadır.

➤ ***Etki-Tepki Fonksiyonları (1. Dönem)***

Buna göre, M1 değişkenli modelin enflasyon etki-tepki ve birikimli etki-tepki fonksiyon sonuçları para tabanı değişkenli modelden elde edilen sonuçlarla benzerdir. Sonuçlarda yorumlamayı değiştirecek önemli bir farklılık gözlenmemiştir (bkz. tablo 6.9 ve grafik 6.2). M1 parasal büyüme şokuna diğer değişkenlerin gösterdiği tepkiler ise grafik 6.3'te görülmektedir. Buna göre, 1 standart sapmalı pozitif M1 parasal büyüme şokuna, faiz oranı bu kez beklentiler çerçevesinde istatistiksel olarak anlamlı olmak üzere 2. ayda azalarak tepki vermiştir. Yani iktisat yazınında, genişletici parasal bir şokun faiz oranını beklenen aksine arttırması sonucunda ortaya çıkan anomali durumu ifade eden likidite sorunu (liquidity puzzle), burada gözlenmemiştir. Diğer taraftan, parasal büyüme şokunun ele alınan dönemde, ulusal paradaki değer kaybı, reel ekonomik büyüme ve enflasyon üzerinde yine anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmüştür. Dolarizasyon oranının ise bu şoka ilk ayda azalarak tepki verdiği, ancak 2. ayla birlikte anlamlılığını kaybettiği görülmüştür. Grafik 6.4'te ise diğer değişkenlerin 1 standart sapmalı faiz şokuna dönemlik tepkileri görülmektedir. Bu sonuçlar da para tabanı değişkenli modelden elde edilen sonuçlarla benzerdir.

➤ ***Varyans Ayrıştırması (1. Dönem)***

Enflasyon varyans ayrıştırma sonuçları tablo 6.10'da görülmektedir. Buna göre, enflasyonun kendisini açıklama gücü ilk ayda % 85 iken, 12, 24 ve 36 ay sonunda ise yaklaşık % 57 civarında olmuştur. Bu sonuç itibarıyla M1'li model para tabanlı model ile benzerdir. Diğer taraftan, enflasyonda ortaya çıkan değişimlere faiz oranının katkısının para arzı M1 iken tahmin edilen modelde daha yüksek olduğu görülmektedir. Örneğin, para tabanı modelinde 36 aylık dönemde faiz, enflasyondaki değişimlerin yaklaşık % 12'sini açıklarken, M1 modelinde bu oranın % 17'ye çıktığı görülmektedir. Ayrıca M1 modelinde dolarizasyon oranının da enflasyondaki değişimlere katkısının arttığı görülmektedir.

Tablo 6.11'de de M1 parasal büyüme için varyans ayrıştırma sonuçları sunulmaktadır. Bu sonuçlara göre M1 parasal büyüme değişimlerinin çok büyük bir

yüzdesi (% 100-95) kendisi tarafından açıklanmaktadır. Para tabanı modelinde ise para tabanının kendisini açıklama oranı % 83 civarındaydı. Dolayısıyla, M1'in görel olarak daha dışsal bir değişken olduğu görülmektedir.

Tablo 6.12'da ise faiz oranı varyans ayrıştırma sonuçları sunulmaktadır. Buna göre, etki-tepki fonksiyonu sonuçları ile uyumlu olarak, M1 parasal büyüme değişmelerinin faizdeki değişmeleri açıklama gücü diğer modelde % 3'lerde iken % 7'lere çıkmıştır. Diğer değişkenlerin faize katkısında ise, 2 model arasında önemli bir farklılık yoktur.

➤ ***Etki-Tepki Fonksiyonları (2. Dönem)***

Buna göre, M1 değişkenli modelin enflasyon etki-tepki ve birikimli etki-tepki fonksiyon sonuçları hem 1. döneme ilişkin M1 modelinden, hem de para tabanı değişkenli modelden elde edilen sonuçlarla benzerdir (bkz. tablo 6.13 ve grafik 6.5). Bununla birlikte M1 modelinde, enflasyona verilen şokun kendisi üzerindeki 36 ay sonraki kümülatif etkisi % 5 civarında gerçekleşmiştir. Para tabanı modelinde bu etki % 8,3 idi. Ayrıca, 2. dönemde M1 parasal büyüme şokuna ve faiz şokuna da, diğer değişkenlerin gösterdiği tepkilerin 1. dönemden farklılık göstermediği görülmektedir (bkz. grafik 6.6 ve 6.7).

➤ ***Varyans Ayrıştırması (2. Dönem)***

2. dönem, enflasyonun varyans ayrıştırma sonuçlarına göre, 1. döneme kıyasla enflasyonun kendisindeki değişmelere katkısı 12, 24 ve 36 aylık dönemler sonunda % 57'den % 52,5'e düşerken, dolarizasyonun katkısı %14'den %19'lara çıkmıştır (bkz. tablo 6.14). Parasal büyüme ve faiz oranı varyans ayrıştırma sonuçları da tablo 6.15 ve 6.16'te sunulmaktadır. Bu tablolara göre de 2 dönem arasında yorumlama açısından önemli bir farklılığın olmadığı söylenebilir.

### 5.4.3 VAR Modeli Özet Bulgular

Oluşturulan VAR modeli çerçevesinde elde edilen etki-tepki ve varyans ayrıştırma sonuçlarına göre, özetle aşağıdaki şu önemli ampirik bulgular elde edilmiştir:<sup>91</sup>

- 1987:1 – 2005:12 dönemi için yapılan analiz sonuçlarına göre, para tabanındaki büyüme ile enflasyon arasında öngörülebilir bir ilişki bulunmamaktadır. Bu bulgu, literatürdeki, Türkiye’de yüksek kamu kesimi açıklarının para basarak finanse edilmesinden sağlanan senyoraj gelirlerinin yüksek enflasyona neden olduğu görüşü ile çelişmektedir. Ayrıca, parasal büyüme şokunun ele alınan dönemde faiz oranı, dolarizasyon oranındaki değişme, ulusal paradaki değer kaybı ve reel ekonomik büyüme üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmüştür. Tüm bu sonuçlar modelde para tabanı yerine M1 para arzını kullandığımızda da değişmemiştir. Yalnızca, 1 standart sapmalı pozitif M1 parasal büyüme şokuna, faiz oranı bu kez beklentiler çerçevesinde istatistiksel olarak anlamlı olmak üzere 2. ayda azalarak tepki vermiştir. Ancak bu etki kısa sürmüştür. Ayrıca tekrar etmek gerekirse, para tabanlı modelde parasal şok – faiz arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememekle birlikte likidite sorunsalı da ortaya çıkmamış ve ilişki M1 modelinde beklentiler dahilinde şekillenmiştir.
- 1. dönemde, gerek para tabanı gerekse M1 modeli sonuçlarına göre, temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranının enflasyon üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi tespit edilmiş ve faiz şoklarının enflasyonu 2.,3.,9. ve 10. ayda artırdığı görülmüştür. Yani fiyat sorunsalı diye nitelendirilen durumla karşılaşmıştır. Bu durum, benzer bulguya ulaşan Kalkan, Kipici ve Peker (1997) ve Kasapoğlu (2007) tarafından da belirtildiği gibi, döviz kurlarındaki spekülasyon sebepleriyle oluşan baskıya ya da enflasyon beklentilerindeki ve öncü göstergelerindeki yükselişe, merkez bankasının faiz oranlarını yükselterek müdahale etmesi, buna rağmen enflasyonun bir süre daha yükselmeye devam etmesi şeklinde yorumlanmıştır. Buna

---

<sup>91</sup> VAR analizi sonuçlarına ilişkin daha genel nitelikteki iktisadi yorumlamalara çalışmanın ‘sonuç ve öneriler’ bölümünde yer verilecektir.

ek olarak, kısa vadeli faiz şoklarının reel ekonomik büyümeyi 2. ve 3. ayda negatif etkilediği görülmüştür.

- 1. dönemde, enflasyonda ortaya çıkan değişmelere faiz oranının katkısının para arzı M1 iken tahmin edilen modelde daha yüksek olduğu belirlenmiştir. Ayrıca M1 modelinde dolarizasyon oranının da enflasyondaki değişmelere katkısının arttığı görülmüştür.
- 1. dönem varyans ayrıştırma sonuçlarına göre, etki-tepki fonksiyonu sonuçları ile uyumlu olarak, M1 parasal büyüme değişmelerinin faizdeki değişmeleri açıklama gücü diğer modelde % 3'lerde iken nispeten yükselerek % 7'lere çıkmıştır. Diğer değişkenlerin faize katkısında ise, 2 model arasında önemli bir farklılık yoktur.
- 1. dönemde, ulusal paradaki değer kayıplarının enflasyon üzerinde pozitif etkisinin olduğu, ancak istatistiksel anlamlılık bağlamında bu etkinin sadece 2 ay sürdüğü tespit edilmiştir. Ulusal paradaki değer kaybının, ithal girdilerin ve nihai malların fiyatlarını arttırarak enflasyonun yükselmesine neden olduğu söylenebilir. Diğer taraftan dolarizasyon şoklarının enflasyon üzerindeki etkisinin ise 4,5 ay olmak üzere görece olarak daha uzun sürdüğü ve bu bağlamda enflasyon üzerinde görece olarak daha önemli bir risk unsuru olduğu tespit edilmiştir.
- En önemli bulgulardan birisi de, ele alınan dönemde, enflasyonist atalete ilişkin bulgudur. Zira, 1. dönemde para tabanı modelinde gerek etki-tepki analizinde enflasyon şoklarının kendisi üzerinde etkili olması (pozitif olarak), gerekse varyans ayrıştırma sonuçlarına göre, enflasyonun, 36 aylık dönemde kendisinin tahmin hatasının yüzde 60'lık kısmını açıklaması, Türkiye'deki enflasyonist ataletin (inertia), enflasyon dinamiği üzerinde ne kadar önemli bir etken olduğunu açıkça göstermektedir. Ayrıca, etki-tepki analizleri ile uyumlu olmak üzere, parasal büyümede meydana gelen şokların, enflasyondaki değişimin oldukça düşük bir yüzdesini açıklaması, parasal büyümenin enflasyon hakkında öngörü yapılmasına olanak tanımadığına işaret etmektedir. Bu bulgular M1 modeli için de değişmemektedir.
- Parasal büyümenin diğer değişkenler üzerinde öngörülebilir bir etkisinin olmamasının yanında, ayrıca diğer değişkenlerden de pek etkilenmediği tespit edilmiştir. Bu bağlamda para tabanı büyümesi oldukça dışsal bir değişkendir.

## SONUÇ ve DEĞERLENDİRME

Enflasyon, global anlamda özellikle 1970’li yıllarla birlikte bir sorun olarak karşımıza çıkmıştır. Bu dönemde enflasyonun maliyetleri konusunda daha da bilinçlenen ülkeler ve sonrasında gerek teorik ve kuramsal, gerekse pratikte ortaya çıkan birtakım gelişmeler neticesinde, ülke merkez bankalarının para politikaları fiyat istikrarı odaklı olmak üzere yeniden şekillenmiş ve fiyat istikrarının para politikasının nihai hedefi olması gerektiği konusunda, hem merkez bankaları arasında hem de kamuoyunda dünyada bir uzlaşma ortaya çıkmıştır.

Nihai amacı fiyat istikrarını sağlamak olan merkez bankalarının enflasyonu kontrol altına alabilmeleri için bu süreçte çeşitli politikalar gündeme getirilmiştir. Bu bağlamda, enflasyonu kontrol altına almak için birçok ülke tarafından en sık kullanılan politikalar, parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi gibi para politikası stratejileri olmuştur. Ancak bu iki politikadan, enflasyonun kontrol altına alınması açısından istenilen düzeyde başarı elde edilememiştir. Bilindiği üzere, parasal büyüklüklerin ara hedef olarak seçilmesi para talebinin istikrarlı olduğu varsayımına dayanmaktaydı. Bununla birlikte, yapısal değişim ve finansal liberalizasyon programları uygulayan birçok ülkede paranın dolanım hızındaki istikrarın kaybolması, yeni finansal araçların ortaya çıkması ve finans sektöründeki hızlı büyüme sonucu para talebindeki istikrar bozulmuş ve gelişmeler parasal büyüklüklerin ara hedef olarak seçilmesini güçleştirmiştir. Kur hedeflemesinde ise, uygulandığı dönemlerde stratejinin enflasyonun kontrol altına alınması açısından içerdiği birtakım avantajlara rağmen, özellikle yükselen piyasa ekonomileri açısından çok önemli olumsuzluklara neden olduğu anlaşılmıştır. Öyle ki, döviz kuru hedeflemesinin ülke merkez bankası para politikasının bağımsızlığını sınırlaması, döviz kuru çapa olarak benimsenen ülkedeki şokların hedeflemeye geçen ülkeye doğrudan aktarımına yol açması, ulusal paraya karşı spekülasyon atakları cazip hale getirmesi, yükselen piyasa ekonomilerinde finansal kırılganlığı artırarak ekonomiye büyük tahribat verecek bir finansal kriz olasılığına yol açması gibi çok önemli nedenlerle bu strateji de ülkeler tarafından terk edilmeye başlanmıştır.

1980'lerin sonuna kadar kullanılan ve başarısız olan bu politikalar sonrasında, 1990'lı yılların başından itibaren öncelikle gelişmiş ve daha sonraki süreçte de birçok gelişmekte olan ülke, merkez bankalarının rolünün ve para politikasının çerçevesinin daha belirgin bir şekilde çizildiği, para ve döviz kuru gibi ara hedef kullanılmasını gerektirmeyen ve nihai hedef olan enflasyonun doğrudan hedeflendiği yenilikçi bir yaklaşımı benimsemişlerdir.

Günümüzde, yedisi sanayileşmiş, onyedisi de gelişmekte olan toplam yirmidört ülke, enflasyonu hedefleyen ülke olarak sınıflandırılabilir. Türkiye de, 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesini benimseyerek bu ülkeler grubuna girmiştir. Diğer taraftan literatürde, stratejinin yeni olması, başlangıçta zaten düşük enflasyon oranlarına sahip sanayileşmiş ülkeler tarafından uygulanmaya başlanmış olması ve bu çerçevede rejimin dünyada ciddi ekonomik şoklar ile henüz yeterince test edilmemiş olduğuna yönelik ciddi görüşler ortaya atılmış ve bu durumun özellikle rejimin gelişmekte olan ülkelere uygulanabilirliğini tartışmaya açık hale getirdiği ifade edilmiştir. Bu bağlamda, literatürde konuya ilişkin yapılmış çalışmaların birçoğunun EH rejimini uygulamış ülkelerin deneyimlerinden çıkarılabilecek dersler ve bu çerçevede EH rejiminin gelişmekte olan ülkelere uygulanabilirliği bağlamında ele alındığı görülmektedir.

Bu çalışmanın amacı, yukarıda söylenenler dahilinde şu şekilde özetlenebilir:

- Yeni bir para politikası rejimi olan enflasyon hedeflemesinin, tüm teknik ve stratejik özellikleri ve önkoşullarının 24 ülke uygulamasından da örnekler vererek irdelenmesi,
- Enflasyon hedeflemesi rejiminin makroekonomik performans üzerindeki etkilerinin istatistiksel olarak analiz edilmesi ve
- 2006 yılı başında açık bir şekilde enflasyon hedeflemesine geçen Türkiye'de, rejime geçiş sürecinin incelenmesi ve rejimin önkoşullarının sağlanma derecesinin tespit edilmesidir.

Belirlenen amaçlar doğrultusunda çalışmada beş bölüm oluşturulmuştur. Çalışmada temel odak noktası olarak gelişmekte olan bir ülke olarak nitelendirilen Türkiye’de EH rejimine geçiş süreci ve dolayısıyla rejimin uygulanabilirliği detaylı olarak analiz edilmekle birlikte, birinci bölümde yer verdiğimiz şekliyle, EH konusu teorik temeller çerçevesinde incelenmiştir. Bu bağlamda, fiyat istikrarı kavramının kuramsal erevesi de ortaya konmuş ve ayrıca EH kavramının tarihsel gelişimine de değinilmiştir. Bu şekilde çalışmada, EH rejiminin 1990’larda aniden ortaya çıkan bir politika uygulaması olmadığı ve dolayısıyla, para politikası stratejilerinde enflasyon hedeflemesinin önem kazanmasının, dinamik olarak değişen dünya iktisadi ortamına doğal bir tepki olarak ortaya çıktığı da görülmüştür.

İkinci bölümde, enflasyon hedeflemesi rejiminin erevesi bir bütün olarak ele alınmış ve rejimin tüm teknik ve operasyonel özellikleri ile gerektirdiği nkoşullar, ülke uygulamalarından da örnekler verilerek detaylı olarak incelenmiştir. Bu bağlamda bu bölümde ilk olarak EH rejiminin tanımına, temel unsurlarına ve avantaj ve dezavantajlarına değinilmiştir. Daha sonra ise rejimin çok önemli bir bölümünü oluşturan kuramsal ereve konusuna değinilmiştir. Burada MB bağımsızlığı, hesap verebilirlik, şeffaflık, iletişim politikaları ve karar mekanizmasına ilişkin düzenlemeler konularına değinilmiştir. Bu unsurlar, ayrıca rejimin önkoşullarını oluşturduğu için daha detaylı incelenmiştir.

Literatürde, politik ve mali baskılardan arındırılmış bir merkez bankasının, yani otonom bir merkez bankasının merkez bankalarının kredibilitelerinin artması, uygulanan politikalara olan güvenin sağlanması ve dolayısıyla EH rejiminin güvenilirliğinin sağlanmasında zaruri olduğu konusunda bir uzlaşma vardır. Diğer taraftan, bugün modern anlamdaki MB bağımsızlığının; merkez bankalarının, en azından hedeflerine ulaşma yolunda hangi araçları kullanacağını serbestçe belirleyebilmesi; yani araç bağımsızlığına sahip olması anlamına geldiğini de vurgulamıştık. Yani bağımsızlık amaç bağımsızlığını da içermek zorunda değildir. Zaten EH uygulayan merkez bankaları genellikle amaç bağımsızlığına sahip değildir.

Kurumsal çerçevenin diğer önemli unsurları olan hesap verebilirlik ve şeffaflık ise, hem birbirleriyle hem de bağımsızlık ile çok yakından ilgili olan unsurlardır. Şöyle ki, merkez bankasının fiyat istikrarına ulaşmada kendi kararlarını alabilen (tek başına ya da hükümetler ile birlikte) bağımsız bir otorite olmaları hesap verebilir olmasını gerektirmektedir. Merkez bankasının hesap verebilir sıfatını taşıyabilmesi için de politikalarını oluştururken ve uygularken aynı zamanda şeffaf olması gerekmektedir. MB tarafından etkin bir iletişim politikasının izlenmesi gerekliliği de bu bağlamda değerlendirilebilir. Enflasyonu hedefleyen birçok ülke enflasyon raporları, para politikası bildirimleri, MB komite toplantı tutanakları, MB modelleri ve enflasyon tahminlerini yayımlamaktadır. Diğer taraftan, MB politikasını hesap verebilir ve şeffaf kılabilecek mekanizmaların, uygulamada ülkeden ülkeye farklılık gösterdiği görülmektedir.

İkinci bölümde değinilen bir diğer konu, EH rejiminin operasyonel çerçevesi olmuştur. Bu bağlamda hedefin tayini, hedef ufku, hedef seviyesi, fiyat endeksinin seçimi, nokta hedef – bant hedef seçimi ve kaçış yolları gibi uygulama özelliklerine ülke deneyimlerinden de örnekler vererek detaylı olarak yer verilmiştir.

İkinci bölümde son olarak, EH rejiminin önkoşullarına değinilmiştir. Bu kısım, çalışmanın Türkiye analizi bölümünün teorik kısmını oluşturması bakımından ayrıca önemlidir. Buna göre bu kısımda, literatürdeki çalışmalardan da yararlanarak EH uygulanabilmesi için teorik olarak sağlanması öngörülen koşullar şu şekilde sıralanmıştır; MB bağımsızlığı, hesap verebilirlik ve şeffaflık, mali baskınlığın olmaması, istikrarlı finansal sistem, güçlü ve gelişmiş finansal piyasalar, etkin para politikası ve teknik altyapının sağlanması, düşük enflasyon, dolarizasyonun aşırı boyutlarda olmaması, döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisinin düşük olması. Bu sıralanan ön koşullar bağımsızlık, hesap verebilirlik ve şeffaflık hariç olmak üzere (bu unsurlar 2.3'te incelenmişti) 2.5. nolu başlıkta detaylı olarak incelenmiştir.

Üçüncü bölümde ise, enflasyon hedeflemesi rejiminin dünyada uygulamada ne durumda olduğu incelenmiş ve bu amaçla öncelikle rejimin teorik olarak gerçekleşmesini öngördüğü koşulların sağlanma derecesi irdelenmiştir. Tablo 3.1'de

gösterdiğimiz üzere, EH uygulayan ülkelerin hedeflemeye geçtikleri andaki enflasyon oranları, mali baskınlık ve finansal derinlik durumları analiz edilmiştir. Buna göre, hedeflemeye geçiş tarihindeki enflasyon oranlarının ortalaması gelişmiş ülkelerde % 3,35 olurken, gelişmekte olan ülkelere bu oran % 11,86 olarak tespit edilmiştir. EH'nin önemli önkoşullarından biri olan düşük mali baskınlık koşulunu incelediğimizde, Bütçe Dengesi / GSMH oranının gelişmiş ülkelerde ortalama % -1,7 olurken, bu oran gelişmekte olan ülkelere % -2,4 ile görece olarak daha yüksek olmuştur. Finansal derinlik oranlarına baktığımızda ise, gelişmiş ülkelere ortalama olarak % 51,6'lık bir oran olduğunu, gelişmekte olan ülkelere ise bu oranın % 40 olduğunu görmekteyiz. Beklenebileceği gibi, gelişmiş ülkeler daha uygun iktisadi bir ortamda hedeflemeye başlamışlardır. Bu durum da rejimin başarısını yakından ilgilendirmektedir. Diğer taraftan, Batini, Kuttner ve Laxton (2005) tarafından yapılan çalışmada EH rejimine başlarken ülkelerin önkoşullara uyum düzeyleri analiz edilmiştir. Çalışmanın temel bulgularına göre, kurumsal bağımsızlık açısından çoğu hedefleyici ülke yeterli gelişmeye sahip iken, gerek teknik ve ekonomik altyapı gerekse finans ve bankacılık sistemi açısından hedeflemeye geçildiği sırada ülkelerin çoğu ideal koşullara sahip değildir. Bu bağlamda çalışmanın ulaştığı nihai sonuç; enflasyonu hedefleyen ülkelerin hiçbirisinin EH rejiminin teorik olarak öngördüğü tüm koşulları tam anlamıyla aynı anda sağlayamadığıdır. Bu gerçek bize TCMB tarafından da vurgulandığı üzere, EH rejiminin benimsenmesine ve başarıyla uygulanmasına yalnızca önkoşulların sağlanamamasının engel teşkil eden bir faktör olmadığını göstermektedir. Bu bağlamda EH rejimine geçiş aşamasında önemli olan, bu koşulların tümünün tam olarak sağlanmasından çok, bu koşullarda EH rejiminin işlemlerini engellemeyecek ölçüde ilerleme sağlanmış olmasıdır. Türkiye analizine ilişkin sonuçlar da bu paralelde değerlendirilmiştir.

Üçüncü bölümde ikinci olarak, enflasyon hedeflemesinin benimsenmesinin reel ekonomik büyüme, kısa vadeli nominal faiz oranları, reel efektif döviz kuru ve nominal döviz kuru ile enflasyon gibi temel bazı makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri 38 ülkenin verileri kullanılarak istatistiksel olarak analiz edilmiştir. Bu bağlamda rejimin benimsenmesinin enflasyon hedefleyici ülkelere lehine bir fark yaratıp

yaratmadığı, enflasyonu hedeflemeyen onüç sanayileşmiş ülke de analize katılarak karşılaştırma yapmak suretiyle irdelenmiştir. İncelenen değişkenlerin ortalaması, standart sapması, değişim katsayısı (volatilitenin göstergesi olarak) ve atalet katsayısının hedefleme öncesi ve sonrası dönem için ve her ülke için ayrı ayrı hesaplanarak yapılan istatistiksel analizimizin temel bulguları şu şekildedir: enflasyon hedeflemesinin benimsenmesinin gerek enflasyon düzeyi ve enflasyondaki oynaklık gerekse enflasyonist atalet açısından hedefleyici ülkeler açısından olumlu bir katkısının olduğu ancak bu dönemde hedefleme yapmayan ülkeler grubunda da aynı olumlu gelişmelerin yaşandığı görülmüştür. Dolayısıyla, ilk bakışta, bu sonucun hedefleme stratejisine bağlanamayacağı da düşünülebilir. Diğer taraftan hedefleme stratejisinin, reel çıktıdaki büyüme açısından ve kurlardaki oynaklık açısından ise, hedefleme yapan ülkeler lehine pozitif katkı yaptığı da bulgularımız arasındadır. Ayrıca, kısa vadeli faiz oranlarındaki oynaklığın hedefleyici ülkelerde daha yüksek çıkmasının da, kısa vadeli faizlerin çoğu ülkede rejim çerçevesinde sık kullanılan bir temel politika aracı olma vasfından kaynaklandığı düşünülmektedir.

Dördüncü bölümde, enflasyon hedeflemesi rejimi Türkiye bağlamında ele alınmış ve Türkiye’de enflasyon hedeflemesine geçiş süreci ile Türkiye’de rejimin önkoşullarının sağlanma derecesi detaylı olarak analiz edilmiştir. Dördüncü bölümde de değindiğimiz üzere, Türkiye ekonomisi özellikle 1980 sonrası dönemde 20 yılı aşkın bir süre için kronik enflasyon sorunu ile boğuşmuştur. Daha sonra 1990’lı yıllarda kamu maliyesinde ortaya çıkan ciddi bozulma ve zayıf bankacılık sistemi de dönemin belirleyici unsurları olmuştur. Döviz kuruna dayalı bir istikrar programı olan 2000 yılı istikrar programının da çökmesinin ardından, Türkiye ekonomisi Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri ile tarihinin en büyük ekonomik krizlerini yaşamıştır. Bu süreç sonrasında da GEGP adı altında yeni bir istikrar programı devreye sokulmuştur. Bu programda Türkiye ekonomisi için oldukça kapsamlı bir yapısal dönüşüm hedeflenmiştir.

GEGP’nin öngörülerinden biri de dalgalı kur rejimine geçilmesi ve bu çerçevede enflasyonla mücadeleye dönük aktif bir para politikası uygulanması ve belirsizliklerin azaltılmasıyla enflasyon hedeflemesine geçilmesi ve enflasyonla mücadelenin kesintisiz

ve kararlı bir biçimde sürdürülmesi olarak belirlenmiştir. Döviz kurunun kriz sonrasında çapa işlevini kaybetmesi sonrasında alternatif bir rejim arayışına girilmiştir. Yeni programda EH rejimine geçilmesi öngörülmekle birlikte, mevcut durumda EH stratejisinin önkoşullarının henüz yeterli düzeyde oluşmaması da dikkate alınarak, parasal hedefleme stratejisinin uygulanması kararlaştırılmıştır. Bu kapsamda, TCMB tarafından ileriye yönelik belirsizlikleri azaltmak ve bekleyişleri şekillendirmek amacıyla 2002 yılına parasal hedefleme ile başlanılacağı ve aynı zamanda “gelecek dönem enflasyonu”na odaklanan bir para politikası uygulanacağı belirtilmiştir. Ayrıca, “gelecek dönem enflasyonu”na odaklanan bir para politikasının, aynı zamanda “örtük bir EH” anlamına geldiği ve koşullar oluştuğunda ise açık biçimde EH politikasına geçileceği vurgulanmıştır. Bu gelişmeler dahilinde, 2002-2005 dönemi örtük EH dönemi olarak uygulanmış ve TCMB tarafından rejimin önkoşullarının büyük ölçüde sağlandığı ileri sürülerek Ocak 2006 dönemi itibariyle açık EH rejimine geçilmiştir. İşte bu çerçevede, dördüncü bölümün 4.3. nolu kısmında büyük ölçüde sağlandığı ileri sürülen önkoşullar detaylı olarak irdelenmiştir.

TCMB, en önemli önkoşullardan birini oluşturan MB bağımsızlığı ve fiyat istikrarının öncelikli ve tek hedef olması kriteri açısından incelendiğinde, 1211 sayılı TCMB kanununda 2001 yılında yapılan değişiklikler ile gerekli önkoşulların sağlandığı açıkça görülmüştür. TCMB, şeffaflık, hesap verebilirlik ve iletişim politikaları açısından incelendiğinde ise, 2001 yılında çeşitli yasal düzenlemelerin yapıldığı görülmektedir. Sonuç olarak 2001’den itibaren olan süreçte para politikasının öngörülebilirliği önemli ölçüde artmış, kurumsal altyapı, şeffaflık, hesap verebilirlik ve iletişim politikaları konusunda çok önemli adımlar atılmıştır.

Mali baskınlık durumunu incelediğimizde ise, süreç içerisindeki en önemli uygulamanın Kasım 2001’den itibaren TCMB tarafından kamuya kredi açılmasının yasaklanması olduğu görülmektedir. Örtük EH döneminde uygulanan sıkı maliye politikaları ve sürdürülen mali disiplin ile de mali baskınlığın ciddi ölçüde azaltıldığı ve bu şekilde EH rejimine açık bir şekilde geçiş için önemli bir önkoşulun sağlandığı söylenebilir. Bununla birlikte, Türkiye’nin azalan borç stoku/milli gelir oranı pek çok

ülke için yönetilebilir bir oran olsa da, stokun yapısı ve son dönemlerde uzamasına rağmen ortalama vadesinin henüz oldukça kısa olmasının bir risk unsuru oluşturduğu vurgulanmalıdır.

Finansal derinleşme kriteri açısından Türkiye ekonomisi değerlendirildiğinde, istenilen düzeyde olmasa da finansal piyasalarda görece bir derinleşmenin olduğunu söylemekle birlikte, bankacılık sektörüne ilişkin bazı temel rasyolarda birtakım olumsuzlukların olduğu görülmüştür. Ancak GEGP'nin uygulanmaya başlandığı ve 2001 ve Örtük EH dönemi olarak kamuoyuna duyurulan 2002-2005 döneminde, bu rasyolarda hızlı bir iyileşmenin de olduğu ve açık enflasyon hedeflenmesinin uygulanmaya başlandığı 2006 yılına çok daha iyi bir ortamda girildiği söylenebilir. Ayrıca, finansal istikrar açısından da bu dönemde açık bir iyileşme yaşandığı görülmüştür.

Dolarizasyon açısından Türkiye'de yaşanan gelişmeler baktığımızda, 2001 sonrası süreçte ters dolarizasyon sürecinin başladığı söylenebilir. Bu süreç içerisinde paranın dolaşım hızının ve dolayısıyla para talebinin istikrarlı bir seyir izlediği görülmüştür. DTH / Toplam Mevduat oranı 2001 yılında % 57,5'e yükselmişken 2005 yıl sonunda % 35,3'e düşmüştür. Ters dolarizasyon sürecine yol açan etmenler, 2001 sonrası kararlı bir şekilde uygulanan sıkı para ve maliye politikaları, yapısal reformlar ve piyasa düzenlemeleri, örtük EH uygulamasına geçilerek dalgalı kur rejiminin benimsenmesi olarak dikkat çekmektedir. Bu süreç sonrasında, nihayetinde tek haneli enflasyon oranlarına ulaşılmıştır. Diğer taraftan, Metin-Özcan ve Us (2006) tarafından da belirtildiği ve bizim çalışmamızda da tespit edildiği üzere, dolarizasyon oranı olarak DTH / M2Y ve DTH / Top. Mev. oranı kullanıldığında, 2001 sonrasında dolarizasyondaki düşüşün gerek M2Y'nin gerekse toplam mevduatın DTH'ndan daha hızlı bir artış sergilemesinden kaynaklanmış olduğu da dikkatlerden kaçmamalıdır. Bu bağlamda, yazarlar tarafından da ifade edildiği üzere, mevcut durumda dolarizasyon oranında yaşanan azalış eğiliminin dedolarizasyon olarak ifade edilmesinin aşırı iyimserlik göstergesi olduğu da düşünülebilir. Sonuç olarak, ters dolarizasyon sürecinin başarıyla sonuçlandırılabilmesi için uygulanan sıkı para ve maliye politikalarının

devamının, politikalara olan güvenin artmasının ve bu bağlamda makroekonomik istikrarın kalıcı hale getirilmesinin zaruri olduğu açıkça ortadadır. Ancak, dolarizasyon açısından bahsedilen olumsuzluğun EH rejimine geçişi engelleyecek ölçüde olmadığı da düşünülmektedir.

Dördüncü bölümde son olarak, döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisi incelenmiştir. Bu çerçevede ilk olarak döviz kuru – enflasyon etkileşimi grafik 4.22 ile analiz edilmiştir. Buna göre, döviz kurundaki oynaklığın daha düşük olduğu Mayıs 2001 öncesi dönemde döviz kuru ve enflasyonun daha net bir şekilde eşanlı hareket ettiği ve etkileşimin daha güçlü olduğu görülmüştür. Ancak daha sonraki dönemde, dalgalı kur rejimine de geçilmesiyle beklendiği gibi kurdaki oynaklık artmış ve kur – enflasyon ilişkisindeki eşanlı hareket önceki döneme görece olarak zayıflamıştır. İkinci olarak, kur - fiyat geçişkenlik ilişkisinde *yavaşlama* olup olmadığını irdelemek için döviz kuru ve fiyatlardaki değişimlerin dinamik korelasyon katsayıları hesaplanmıştır. Buna göre, 2001:03 – 2007:10 döneminde enflasyonun döviz kurundaki değişimleri bir ay gecikmeyle takip ettiği gözlenmiş, ancak 2001:06 – 2007:10 dönemi ele alındığında fiyat ve kur değişimleri arasındaki en yüksek korelasyon katsayısının üç aya yükseldiği tespit edilmiştir. Bir başka deyişle,  $t$  anındaki kur değişim oranı ile  $t + 3$  dönemindeki enflasyon arasında güçlü bir bağlantı bulunmuştur. Bu bize, kur-enflasyon ilişkisindeki kırılmanın dalgalı kur rejimine geçişten hemen sonra değil, Mayıs 2001’den sonra yani GEGP’nin uygulamaya konulmasından sonra ortaya çıktığını göstermektedir. Bu sonucun iktisadi açıklaması bu bağlamda, ekonomik birimlerin dalgalı kur rejimini algılamaları ve davranış biçimlerine yansıtılmalarının zaman aldığı şeklinde yapılabilir. Diğer taraftan, TCMB tarafından kurdan tüketici fiyatlarına geçiş etkisinin azalıp azalmadığını tespiti yönelik yapılan çalışmada, 2001 yılı sonrasında geçişkenlikte bir zayıflama gözlenmekle birlikte, yeni tüketici fiyat endeksi özelinde analizler yapıldığında, döviz kuru ve ithalat fiyatlarının halen önemini koruduğuna dikkat çekilmiştir. Ayrıca, Başçı, Özel ve Sarıkaya (2007), konuya ilişkin son zamanlarda yapılan ekonometrik analizlerin, ulusal paranın sadece devamlı değerlendirildiği bir trende tanıklık eden bir dönemi kapsadığı için örneklem özelliklerinden etkilenebileceğini ileri sürmüşlerdir. Böyle bir durumda zaman içinde geçişkenlik katsayısının aşağı yönlü

eğiliminin yalnızca, dalgalı kur rejiminin benimsenmesi ile ortaya çıkan dezenflasyon sürecini yansıtabileceği belirtilmiştir. Gerçekte, doğru belirlenmiş bir geçişkenlik etkisinin, enflasyonun tersi bir duruma reaksiyon gösterdiği durum için de test edilmesini gerektirdiği ifade edilerek, bu bağlamda, ulusal paranın önemli derecede değer kaybına uğramış olsaydı tahmin edilen katsayıların nasıl değişeceği sorusunun hala belirsiz olduğu vurgulanmıştır.

Beşinci bölümde ise, bu önkoşullardan birisini oluşturan ve para politikası araçları ile enflasyon arasında istikrarlı ve öngörülebilir bir ilişki olması gerektiğini belirten koşulun sağlanıp sağlanmadığı, Türkiye ekonomisi için ampirik olarak test edilmeye çalışılmıştır. Bu amaçla çalışmada ekonometrik yöntem olarak zaman serisi yaklaşımı kullanılmıştır. Bu çerçevede, para politikasına ilişkin analizlerde literatürde çok yaygın olarak kullanılan Vektör Otoregresyon (VAR) yöntemi kullanılmıştır. VAR modeli etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırma yöntemleri ile yorumlanmıştır. Analizde değişken olarak M1 para arzı, para tabanı, tüketici fiyatları endeksi, nominal döviz kuru, dolarizasyon oranı, faiz oranı, reel büyüme oranı kullanılmıştır. Çalışmada, para politikası aracının para tabanı ve M1 olduğu iki farklı VAR modeli tahminlenmiştir. Bu şekilde alternatif parasal büyüklük tanımlamalarında tahmin sonuçlarının değişip değişmediği görülmeye çalışılmıştır. Ayrıca oluşturulan 6 değişkenli VAR modeli 1987:01 – 2005:12 ve 1987:01 – 2007:09 olmak üzere iki dönem için ayrı ayrı tahminlenmiştir. İlk dönem EH rejimi öncesi dönemi yansıttığından, koşulun sağlanıp sağlanmadığı bu ilk dönem sonuçlarına göre yorumlanmıştır. İkinci dönemin tahmin edilmesiyle de, 1. dönemde ilgili koşulun sağlanabilirliği açısından tespit edilebilen pozitif unsurların ve risk unsurlarının tüm dönem düşünüldüğünde herhangi bir değişiklik gösterip göstermediği görülmeye çalışılmıştır.

VAR analiz sonuçlarını bir bütün olarak değerlendirdiğimizde, Türkiye’de enflasyon oranının, çok büyük bir oranda kendisinde meydana gelen artışlardan ve ayrıca beklenenden daha zayıf tespit edilmekle birlikte gelecekteki bir devalüasyon beklentisi, para ikamesi artışı ve faiz oranı artışından önemli ölçüde etkilenebileceği

görülmüştür. Diğer taraftan, her iki para arzı tanımlamasında da parasal büyümenin enflasyona ilişkin öngörü yapılmasına olanak tanımaması, dolarizasyon ve ulusal paradaki değer kayıplarının enflasyon üzerinde etkili olması ve yüksek enflasyonist atalet bulgusu, EH stratejisi açısından önemli risk unsurlarını teşkil etmektedir. Bu bağlamda parasal büyüklükler olarak M1 ve para tabanının, enflasyonun kontrol altına alınması açısından para politikası aracı olarak kullanılması ihtiyatlı olarak değerlendirilmelidir. Diğer taraftan, özellikle 2001 öncesi dönemi hatırlayacak olursak, Türkiye ekonomisi yüksek derecede para ikamesi ve kurdan fiyatlara geçiş olgusu ile karşı karşıyaydı. Bu bağlamda, ulusal paradaki değer kaybı şoklarının enflasyon üzerindeki etkisi kurdan fiyatlara geçiş etkisi bağlamında değerlendirilirse,<sup>92</sup> bu geçiş etkisinin beklenenden daha zayıf çıktığı ileri sürülebilir. Enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği açısından pozitif bir unsur olarak nitelendirilebilecek böyle bir duruma dalgalı kur rejimine geçişin önemli katkısının olduğu düşünülmektedir. Zira, Şubat 2001 sonrası dönem için ekonometrik analiz açısından yeterli gözlem sayısına ulaşıldığı düşünüldüğünde, bu olgu ampirik olarak da sınanabilecektir. Diğer taraftan, TCMB'nın temel politika aracı olan kısa vadeli faizlerin ise enflasyon üzerinde çok kuvvetli olmamakla birlikte etkili olduğu görülmüştür.

Parasal büyüklüklerin enflasyon, faiz, kur ve reel büyüme gibi çok önemli makroiktisadi parametreler üzerinde herhangi anlamlı bir etkisinin olmadığı bulgusu bize, literatürde de ileri sürüldüğü gibi, TCMB'nın para politikası uygulaması çerçevesinde kullanabileceği parasal büyüklükler ile enflasyonu kontrol altına almasının oldukça zor olduğunu göstermektedir. Diğer taraftan, faiz şoklarının enflasyon üzerinde etkili olmasına rağmen, genel olarak ele aldığımızda enflasyon-faiz-kur değişkenleri arasındaki ilişkilerin de teoride ileri sürülenin aksi yönde hareket etmelerinin ve aralarındaki ilişkilerin çok boyutlu ve karmaşık olmasının da para politikası uygulamasında TCMB'nın işini zorlaştırdığı söylenebilir. Bu bağlamda, böyle bir yapı içerisinde, TCMB'nın enflasyonla mücadelede temel politika aracının kısa vadeli faiz oranları olduğu düşünüldüğünde, Türkiye'de faiz ile oynayarak enflasyonla mücadele etmenin pek de kolay olmadığı görülmektedir. Bu kapsamda da, para politikası araçları

---

<sup>92</sup> Bkz. Leiderman, Maino ve Parrado (2006: 11).

ile enflasyon arasındaki ilişkinin tam olarak istikrarlı ve öngörülebilir olduğundan bahsetmek de güçtür. Sonuç olarak, ampirik analize konu olan ilgili önkoşulun sağlanıp sağlanmadığı konusunda bir yargıya varacak olursak, enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş tarihi olan Ocak 2006 itibariyle bu önkoşulda yeterli derecede iyileşme görülmediği ifade edilebilir. Diğer taraftan, ampirik analiz bulguları açık bir şekilde, TCMB'nın para politikası uygulamasının enflasyonu kontrol altında tutabilmesinde en önemli noktanın, enflasyonist beklentilerin kırılması olduğunu ortaya çıkarmıştır.

2. döneme ilişkin sonuçları analiz ettiğimizde ise, genel olarak 1. dönem sonuçlarından farklılık göstermediği ve 1. dönemde değişkenler arasında tespit edilen eğilimlerin 2. dönemde de devam ettiği görülmüştür. Diğer taraftan, para tabanı modelinde 2. dönemde, gerek enflasyondaki değişmelerin faizde ortaya çıkan değişimleri açıklama gücünün, gerekse faizdeki değişmelerin enflasyonda ortaya çıkan değişmeleri açıklama gücünün, 1. döneme kıyasla daha yüksek çıktığı tespit edilmiştir. Bu sonuç bize, özellikle enflasyon hedeflemesine geçtikten sonra TCMB'nın temel politika aracı olan kısa vadeli faizlerin daha sık kullanıldığını ve faiz-enflasyon etkileşiminin görece olarak arttığını göstermektedir.

Tüm bu yorumlamalar ile birlikte, ulaşılan bulguların, konuya ilişkin olarak daha önceden yapılmış ampirik çalışmaların ulaştığı farklı sonuçlar da dikkate alınarak ihtiyatla değerlendirilmesi gerektiğini belirtmek gerekir. Özellikle, Güloğlu ve Orhan (2007) tarafından, Türkiye'ye ilişkin olarak yapısal vektör hata düzeltme modelinin yeni bir türü olarak nitelendirilen model çerçevesinde ulaştıkları farklı ampirik bulgular da bunu göstermektedir. Aslında konuya ilişkin yapılmış çalışmalarda örneğin; ele alınan veri seti döneminin farklı olması, modelde kullanılan değişkenlerin farklılık göstermesi, kullanılan ekonometrik analiz tekniklerinin farklı olması ve modelde kullanılan gecikme sayısının farklı olması gibi unsurların da sonuçları çok önemli ölçüde değiştirdiğini unutmamak gerekir.

Şimdiye kadar yaptığımız yorumlamalar, önkoşulların sağlanma derecesi ve ampirik analiz bulgularına ilişkindi. Bundan sonraki bölümde de EH'nin uygulanmaya

başlandığı 2006 sonrası süreçte neler yaşandığına kısaca değinmekte fayda var. Zira, 2008 yılını da dahil edersek enflasyon hedefi 3 yıl üst üste tutturulamamıştır. Bu çerçevede kamuoyunda rejimin devam edip etmeyeceğine yönelik şüpheler oluşmuş ve hatta enflasyon hedeflemesinin sorgulanması gerektiğine yönelik yayınlar yapılmaya başlanmıştır.

Hatırlanacağı üzere, enflasyon hedefleri 2006, 2007 ve 2008 yılları için sırasıyla % 5, % 4 ve % 4 olarak belirlenmişti. Ancak 2006 ve 2007 yıllarında hedeflerin oldukça üstünde kalınarak sırasıyla % 9,6 ve % 8,4'lük oranlar elde edilmiştir. Ayrıca 2008 yılının henüz ilk 6 ayı bile dolmadan 2008 yıl sonu hedefinin de tutturulamayacağı görülmüştür. Nihayetinde hedeflerin değıştırilmesi gündeme gelmiş ve 2009 yılı sonu için % 7,5, 2010 yılı sonu için % 6,5 ve 2011 yılı sonu için ise % 5,5 olmak üzere hedefler revize edilmiştir. Gıda ve enerji fiyatlarında yaşanan yüksek artışlar ile küresel ekonomiye ilişkin belirsizliklerin oluşması bu sürece zemin hazırlamıştır. 2007 yılı Ağustos ayından itibaren küresel para ve sermaye piyasalarında ortaya çıkan dalgalanmaların devam ettiği ve ayrıca dalgalanmanın 2006 yılına kıyasla daha şiddetli olduğu ifade edilmektedir. Sonuçta bu durumun ekonomik faaliyetler üzerine yaratacağı hasara ilişkin belirsizlikler sürmektedir (Yılmaz, 2008: 4).

2008 yılında hedefin daha ilk 6 ayda tutmayacağının anlaşılmasına rağmen 2008 için hedefin değıştırilmemesinin nedenini TCMB, 17 Nisan 2008 tarihli Para Politikası Kurulu toplantısının özet metninde, 2008 yılı için hedefin değıştırilmesinin, hesap verme ilkesinin ihlali anlamına geleceğini ve bu yüzden uygun görülmediğini belirterek açıklamıştır.

TCMB, 3 Haziran 2008 tarihinde Ekonomiden Sorumlu Devlet Bakanı'na hitaben açık bir mektup yazarak, çok önemli tespitlerde bulunmuştur. TCMB, enflasyon hedeflerinin yukarı yönlü güncellenmesinin daha gevşek bir politika izleneceği anlamına gelmediğini, aksine para politikasının önceki döneme kıyasla daha temkinli bir duruş sergileyeceği ve bu duruşun da uzun sürebileceği ifade edilmiştir. Ayrıca, çok önemli bir ayrıntı olarak, TCMB güncellenen hedeflerin enflasyon beklentilerini

bozmasını sınırlamak amacıyla, sözkonusu hedeflerden sapmalara karşı simetrik olmayan bir yaklaşım sergileyeceğini, yani önümüzde dönemde enflasyonun hedeflerin altında kalmasının üzerinde kalmasına tercih edileceğini duyurmuştur. TCMB, bunlara ilaveten, gerek gıda ve enerji fiyatları gerekse küresel piyasalarda yaşanan olumsuz gelişmelerin yakın bir gelecekte de terisne döneceğine dair belirgin bir işaretin gözlenemediğini, bu çerçevede güncellenen projeksiyonların para politikasının temkinli bir duruş gösterdiği durumda dahi, enflasyonun % 4 seviyesine ulaşmasının oldukça uzun bir süre alabileceğine işaret ettiğini vurgulamıştır.

Açık mektupta yer verilen bir diğer önemli ifade, TCMB bünyesinde yapılan çalışmaların, enflasyon beklentilerinin oluşturulurken giderek artan oranda geçmiş enflasyona ağırlık verildiğine işaret ettiğine yönelik ifadedir. Belki de en önemlisi, bu açık mektupta TCMB tarafından, enflasyon hedefinin nominal çapa işlevini yitirdiğinin gözlemlendiğinin kamuoyuna duyurulmasıdır.

Tüm bu gelişmeler dışında, Türkiye’de son zamanda yaşanan siyasal çalkantılar, ayrıca 2007 yılından başlayarak kamu finansmanında ortaya çıkan gevşeme ve hatta 2008 yılında kamu finansmanının daha da gevşetilmesinin planlarının yapılması, IMF ile nasıl bir ilişki içinde olunacağına bilinmemesi, ekonomik büyümede ortaya çıkan yavaşlama ve bu özelde siyasi otoritenin ekonomik büyümeyi fiyat istikrarına tercih etmesi gibi bir görüntünün ortaya çıkması da önümüzdeki dönemde en büyük risk unsurları olarak durmaktadır.

İster içsel şoklar isterse dışsal şoklar nedeniyle olsun, mevcut durumda üst üste iki yıl enflasyon hedefini tutturamamış bir merkez bankası var. Sonuçta bu TCMB’nın ciddi bir kredibilite zaafına uğramasına yol açmaktadır. Hatta kamuoyunda, enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısının sorgulanmasına yol açmıştır. 2004 sonrası enflasyondaki gelişmelere bakıldığında, enflasyonun % 7-10 arasında gidip geldiği görülmekte ve fiyatlama davranışlarında açık bir katılık olduğu görülmektedir. Bu gelişmeler dahilinde, Kumcu (2007 ve 2008a) enflasyon hedeflemesine erken geçildiğinin dahi iddia edilebileceğini ifade etmektedir. Kumcu’ya göre, Türkiye’de son

üç yıldır enflasyonda yaşanan katılığı, yani enflasyon dinamiklerini ve beklentileri kırmak için yeni bir “şok” ya da “ivme” gerekiyor. Diğer taraftan yazara göre, Türkiye “enflasyon hedeflemesi” silahını enflasyondaki katılıkların farkına varmadan kullandı ve katılıkların farkına varıldığında ise, elde enflasyon hedefini kararlı bir biçimde ıskalayan bir “enflasyon hedeflemesi” politikası kaldı. Dolayısıyla Ercan Kumcu’ya göre, Türkiye’nin elinde enflasyona son bir darbe vuracak araç da kalmadı. Yazar bu görüşü ileri sürerken enflasyon hedeflemesini başarıyla uygulayan İsrail örneğini vermektedir. Buna göre, İsrail, öncelikle uygulanan istikrar politikası ile enflasyonu üç haneli rakamlardan % 10-12 düzeyine indirmiştir. Ama o düzeylerde enflasyonda katılıklar yaşanmaya başlayınca, enflasyon hedeflemesine geçerek enflasyon dinamikleri ve beklentiler üzerinde bir anlamda "şok" yaratılmıştır. Kısa bir sürede enflasyon % 5'in altına indirilebilmiştir.

Çalışmamızın en önemli bulguların biri olan enflasyonist atalet unsuru ve dolayısıyla enflasyonist beklentişlerin kırılması gerektiği yönündeki görüşümüzün, 2006 sonrası yaşanan gelişmelerle de teyit edildiği ortadadır. Önümüzdeki en önemli problem, bu yüzden, enflasyon beklentilerindeki katılıklar olarak durmaktadır. Diğer taraftan, 1970’lerden itibaren olduğunu düşünürsek 35 yılı aşkın bir süredir yüksek enflasyonla yaşamış bir ülkede, bunun o kadar da kolay olmadığı, alışkanlıkların kolay değişmediği görülmektedir. Bu duruma, Türkiye’de, fiyat istikrarı ile ekonomik istikrarın iki ayrı kavrammış gibi algılanması ve yeri geldiğinde ekonomik büyümenin fiyat istikrarına tercih edilmesi yaklaşımının çok büyük katkısı olmuştur, olmaktadır.

Kumcu (2008b)’in de ifadeleriyle Türkiye enflasyon ile mücadelede yeni bir başlangıç noktasına geçmiştir. Ancak yazara göre, bu seferki başlangıç şartları, açık enflasyon hedeflemesi politikasının başladığı 2006 yılının başından açıkça çok daha kötüdür. Bu sefer konulan enflasyon hedefleri daha yüksek olsa da, hedefe varmak için gerekecek çaba her zamankinden çok daha fazla olacaktır. Dolayısıyla önümüzde süreçte Türkiye ekonomisini, para ve maliye politikalarının giderek daha da sıkılaştırılacağı bir dönem beklemektedir.

## KAYNAKÇA

Agénor, Pierre-Richard (2001), “Monetary Policy Under Flexible Exchange Rates: An Introduction To Inflation Targeting,” *Central Bank of Chile Working Papers*, No: 124, Noviembre.

Ağcaer, Arzu (2003), “Dalgalı Kur Rejimi Altında Merkez Bankası Müdahalelerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Bir Çalışma,” *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*.

Akıncı, Özge, Yasemin Barlas Özer ve Bülent Usta (2005), “Dolarizasyon Endeksleri: Türkiye’deki Dolarizasyon Sürecine İlişkin Göstergeler,” *TCMB Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği*, No: 05/17.

Aktaş, Z., Neslihan Kaya ve Ümit Özlale (2005), “The Price Puzzle in Emerging Markets: Evidence from the Turkish Economy Using ‘Model Based’ Risk Premium Derived from Domestic Fundamentals,” *CBRT Research Department Working Paper*, No: 05/02.

Alesina, Alberto and Lawrence H. Summers (1993), “Inflation and Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Cilt: 25, No: 2, ss. 151-162.

Alesina, Alberto and Roberta Gatti (1995), “Independent Central Banks: Low Inflation at No Cost?” *The American Economic Review*, Cilt: 85, No: 2, Papers and Proceedings of the Hundredth and Seventh Annual Meeting of the American Economic Association Washington, DC, January 6-8, ss. 196-200.

Alıcı, A. ve M.Ş. Ucal (2005), “Inflation Targeting Framework: Leading Indicator Variables of Inflation In Turkey,” *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt: 14, Sayı: 1, Temmuz.

- Amato, Jeffrey D. and Stefan Gerlach, (2002), "Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons After a Decade," *European Economic Review*, Cilt: 46, No: 4-5, Mayıs, ss. 781-90.
- Andres, J and I. Hernando (1997), "Does Inflation Harm Economic Growth? Evidence from the OECD", *NBER Working Paper*, No: 6062.
- Arat, Kürşad (2003), "Türkiye'de Optimum Döviz Kuru Rejimi Seçimi ve Döviz Kurundan Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi," *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*.
- Bahmani-Oskooee, M. and İlker Domaç (2002), "On the Link between Dollarization and Inflation: Evidence from Turkey," *Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT) Discussion Paper*.
- Bailliu, J. and Hafeedh Bouakez, Spring 2004, "Exchange Rate Pass-Through in Industrialized Countries," *Bank of Canada Review*, Spring, ss. 19-28.
- Ball, Laurance and Niamh Sheridan (2003), "Does Inflation Targeting Matter?" *IMF Working Paper*, No: 03/129, (Washington: International Monetary Fund).
- Ball, Laurance, Stephen G. Cecchetti and Robert J. Gordon (1990), "Inflation and Uncertainty at Short and Long Horizons," *Brookings Papers on Economic Activity*, cilt: 1990, No:1, ss. 215-254.
- Bank of Japan (2000), "On Price Stability," Erişim Adresi: <http://www.boj.or.jp/en/type/release/zuiji/kako02/data/k001013a.pdf>, Erişim Tarihi: 25.12.2006.

- Barbaros, R. Funda ve Ezgi Erol (2006), "Türkiye'de Finansal Serbestleştirmenin Makroekonomik Etkileri," *Türkiye Ekonomi Kurumu Uluslararası Ekonomi Konferansı*, Ankara, Türkiye, 11-13 Eylül.
- Barro, R.J. and D.B. Gordon (1983), "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model," *Journal of Political Economy*, Cilt: 91, No: 4, ss. 589-610.
- Barro, Robert J. (1995), "Inflation and Economic Growth", *Bank of England Quarterly Bulletin*, Mayıs, ss. 166-176.
- Barro, Robert J. (1996), "Determinants of Economic Growth: A Cross-Country Empirical Study", *NBER Working Paper*, No: 5698.
- Barth III, Marvin J. and Valeria A. Ramey (2000), "The Cost Channel of Monetary Transmission," *NBER Working Paper*, No: 7675.
- Başçı, Erdem (2007), "Merkez Bankası ve Para Politikaları," *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sunumları*, Beykent Üniversitesi, İstanbul, 14 Aralık.
- Başçı, Erdem, Özgür Özel ve Çağrı Sarıkaya (2007), "The Monetary Transmission Mechanism in Turkey: New Developments," *The Central Bank of The Republic of Turkey Working Paper*, No: 07/04.
- Batini, Nicoletta and Douglas Laxthon (2006), "Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets," *Central Bank of Chile Working Paper*, No: 406.
- Batini, Nicoletta, Kenneth Kuttner and Douglas Laxthon (2005), "Does Inflation Targeting Work In Emerging Markets," *World Economic Outlook, September 2005: Chapter IV*, ss. 161-186.

Batini, Nicoletta, Peter Breuer, Kalpana Kochhar and Scott Roger (2006), “Inflation Targeting and the IMF,” *Prepared by Monetary and Financial Systems Department, Policy and Development Review Department, and Research Department*, Marc 16, (Washington: International Monetary Fund).

BDDK (2001), “Bankacılık Sekötrü Yeniden Yapılandırma Programı,” *Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu*, 15 Mayıs 2001, Erişim Adresi: [http://www.bddk.org.tr/turkce/Raporlar/Diger\\_Raporlar/15279C8914BD.pdf](http://www.bddk.org.tr/turkce/Raporlar/Diger_Raporlar/15279C8914BD.pdf), Erişim Tarihi: 07.11.2007.

Begg, David, Stanley Fischer and Rudiger Dornbusch (1994), *Economics*, Dördüncü Baskı, McGraw-Hill – Literatür Yayıncılık.

Bernanke, Ben S. (2003), “An Unwelcome Fall in Inflation?” *BIS (Bank for International Settlements) Central Bankers Speechs*, 6 Ağustos, Erişim Adresi: <http://www.bis.org/review/r030806e.pdf>, Erişim Tarihi: 29.04.2007

Bernanke, Ben S. (2006), “The benefits of price stability,” *BIS (Bank for International Settlements) Central Bankers Speechs*, 1 Mart, Erişim Adresi: <http://www.bis.org/review/r060301b.pdf>, Erişim Tarihi: 29.04.2007

Bernanke, Ben S. and Frederic S. Mishkin (1997), “Inflation targeting: A new framework for monetary policy?,” *The Journal of Economic Perspectives*, Cilt: 11, No: 2, ss. 97-116.

Bernanke, Ben S., Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin and Adam S. Posen (1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton: Princeton University Press.

Binay, Şükrü ve Kürşat Kunter (1998), “Mali Liberalleşmede Merkez Bankası'nın Rolü: 1980-1997,” *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Tartışma Tebliği*, No: 9803.

- Blanchard, Olivier (2003), *Macroeconomics*, Üçüncü Baskı, Prentice Hall.
- Blejer, M. I. and Alfredo M. Leone (1999), Introduction and Overview, Mario I. Blejer, Alain Ize, Alfredo M. Leone, and Sérgio Werlang (eds.), *Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies* (ss. 1-7), Washington: International Monetary Fund, 1999.
- Bordo, M. and Andrew Filardo (2005), “Deflation in a Historical Perspective,” *BIS Working Papers*, No: 186.
- Bordo, Micael and Andrew Filardo (2005), “Deflation and Monetary Policy in a Historical Perspective: Remembering the Past or Being Condemned to Repeat It?” *Economic Policy October*, Cilt: 20, No: 44, ss. 799-844.
- Bozkurt, Cuma (2006), *Parasal Hedefleme Stratejileri: Türkiye İçin Uygun Politika Seçimleri*, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Doktora Tezi, Erişim Adresi: <http://sosyalbilimler.cu.edu.tr/tezler/853.pdf>, Erişim Tarihi: 10.06.2007.
- Brumm, H. J. (2000), “Inflation and Central Bank Independence: Conventional Wisdom Redux,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Cilt: 32, No:4, ss. 807-819.
- Brunetti, Aymo (1998), “Policy Volatility and Economic Growth: A Comparative, Empirical Analysis,” *European Journal of Political Economy*, Cilt: 14, No: 1, Şubat, ss. 35-52.
- Bruno, M. and W. Easterly (1995), “Inflation Crises and Long-run Growth”, *World Bank Policy Research Working Paper*, No: 1517.
- Ca’Zorzi, M, Elke Hahn and Marcelo Sánchez (2007), “Exchange Rate Pass-Through in Emerging Markets,” *European Central Banks, Working Paper Series*, No: 739.

- Calvo, G. (1978), "On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy," *Econometrica*, Cilt: 46, No: 6, ss. 1411-1428.
- Calvo, Guillermo A. (2003), "Explaining Sudden Stop, growth Collapse, and BOP Crises: The Case of Distortionary Output Taxes," *IMF Staf Papers*, Cilt: 50, Special Issue, (Washington: International Monetary Fund).
- Calvo, Guillermo A. and Carmen M. Reinhart (2000), "Fear of Floating," *NBER Working Paper*, No: 7993.
- Calvo, Guillermo A., 1998, "Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops," *Journal of Applied Economics*, Cilt 1, No: 1, Kasım, ss. 35-54.
- Calvo, Guillermo A., 2006, "Monetary Policy Challenges in emerging Markets: Sudden Stop, Liability Dollarization, And Lender of Last Resort," *Inter-American Development Bank, Research Department, Working Paper 596*.
- Calvo, Guillermo A., and Carlos A. Vegh, April 1994, "Inflation Stabilization and Nominal Anchors," *Contemporary Economic Policy*, Cilt: XII, No: II, Nisan, ss. 35-45.
- Calvo, Guillermo and Frederic S. Mishkin (2003), "The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries," *NBER Working Paper*, No: 9808.
- Carare, Alina and Mark R. Stone (2003), "Inflation Targeting Regimes," *IMF Working Paper*, No: 03/9, (Washington: International Monetary Fund).
- Carare, Alina and Mark R. Stone, 2006, "Inflation Targeting Regimes," *European Economic Review 50*, ss. 1297-1315.

- Carare, Alina, Andrea Schaechter, Mark Stone and Mark Zelmer (2002), "Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting," *IMF Working Paper*, No: 02/102, Haziran.
- Carlstrom, Charles T. and Timothy S. Fuerst (2006), "Central Bank Independence: The Key to Price Stability," *Federal Reserve Bank of Cleveland, Research Department*, September 1, Erişim Adresi: <http://www.clevelandfed.org/research/commentary/2006/0901.pdf>, Erişim Tarihi: 26.12.2006.
- Cashell, Brian W. (2006), "The Chained Consumer Price Index: How Is It Different," *CRS (Congressional Research Service) Report for Congress*, s. 2, Erişim Adresi: [http://openocrs.cdt.org/rpts/RL32293\\_20060224.pdf](http://openocrs.cdt.org/rpts/RL32293_20060224.pdf), Erişim Tarihi: 14.02.2007.
- Castelnuovo, E., S. Nicoletti-Altimari and D. Rodriguez-Palenzuela (2003), "Definition of Price Stability, Range and Point Inflation Targets: The Anchoring of Long-Term Inflation Expectations," *ECB, Working Paper No: 273*.
- Cecchetti, Stephen G. and Michael Ehrmann (1999), "Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison Of Policymakers' Preferences and Outcomes," *NBER Working Paper*, No: 7426.
- Christoffersen, Peter, Torsten Sløk and Robert Wescott (2001), "Is Inflation Targeting Feasible in Poland," *Economics of Transition*, Cilt: 9, No: 1, ss. 153-174.
- Clark, Todd E. (1997), "Cross-Country Evidence on Long-run Growth and Inflation," *Economic Inquiry*, Cilt: 35, No: 1, ss. 70-81.
- CNB (Czech National Bank) (2007), "Inflation Targeting In The Czech Republic," Erişim Adresi: [http://www.cnb.cz/en/monetary\\_policy/inflation\\_targeting.html](http://www.cnb.cz/en/monetary_policy/inflation_targeting.html), Erişim Tarihi: 22.08.2007.

Croce, Enzo and Mohsin S. Khan (2000), "Monetary Regimes and Inflation Targeting," *Finance and Development*, Cilt: 37, No: 3: September.

Cukierman, A. (1994), Central Bank Independence and Monetary Control, Mehmet Uğur (ed.), *Open Economy Macroeconomics: A Reader* (ss. 270-280), USA: Routledge Taylor & Francis Books Ltd., 2001.

Cukierman, A. (2006), "Central Bank Independence and Policy Results: Theory and Evidence," *Lecture prepared for the International Conference on: "Stability and Economic Growth: the Role of the Central Bank,"* Mexico City, November 14-15, 2005. Erişim Adresi: <http://www.tau.ac.il/~alexkuk/pdf/theory%20and%20evidence.pdf>, Erişim Tarihi: 25.08.2007.

Cukierman, A., Steven B. W. and Bilin N. (1992), "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes," *The World Bank Economic Review*, Cilt: 6, No: 3, Eylül, Erişim Adresi: <http://www.worldbank.org/research/journals/wber/revsep92/measur.htm>, Erişim Tarihi: 25.08.2007.

Culbertson, J.M. (1960), "Friedman on The Lag in Effect of Monetary Policy," *The Journal of Political Economy*, Cilt: 68, No: 6, ss. 617-621.

Çolakoğlu, Bayram (2002), "Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş Bağlamında TC Merkez Bankası Bağımsızlığının Fonksiyonelliği," *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (4)*, 2002/2, ss. 17-31.

Daunfeldt, Sven-Olov and Xavier de Luna (2003), "Central Bank Independence and Price Stability: Evidence from 23 OECD-countries," Erişim Adresi: <http://www.econ.umu.se/ues/ues589.pdf>, Erişim Tarihi: 25.08.2007.

- De Gregorio, Jose (1991), “The Effects of Inflation on Economic Growth: Lessons from Latin America,” *IMF Working paper*, No: 91/95, (Washington: International Monetary Fund).
- Debelle, G. (1997), “Inflation Targeting in Practice,” *IMF Working Paper*, No: 97/35, (Washington: International Monetary Fund).
- Debelle, G. and Stanley Fischer (1994), “How Independent Should A Central Bank Be?” *In Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers: Proceedings of a Conference*, North Falmouth, Boston: Federal Reserve Bank of Boston, ss. 195-225.
- Derviş, Kemal (2001), “Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı: Hedefler, Politikalar ve Uygulamalar,” *T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı*, Mayıs. Erişim Adresi: [http://www.hazine.gov.tr/ayrintili\\_program.pdf](http://www.hazine.gov.tr/ayrintili_program.pdf)
- Dickey, D.A. and W.A. Fuller (1979), “Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root,” *Journal of the American Statistical Association*, Cilt: 74, ss. 427–431.
- Doan, T. (1992), *RATS user's Manual*. Evanston, III.: Estima.
- Dornbusch, Rudiger ve Stanley Fischer (1998), *Makroekonomi*, çev. Salih A., Mahir F., Erhan Y. ve Refia Y., İstanbul: McGraw-Hill – Akademi Yayınları.
- Dornbusch, Rudiger, Ilan Goldfajn, Rodrigo O. Valdés, Sebastian Edwards and Michael Bruno (1995), “Currency Crises and Collapses,” *Brookings Papers on Economic Activity*, Cilt: 1995, No. 2., pp. 219-293.
- DPT (2006), “2006 Yılı Katılım Öncesi Ekonomik programı,” Erişim Adresi: <http://ekutup.dpt.gov.tr/ab/kep/KEP2006.pdf>, Erişim Tarihi: 01.03.2007.

- DPT, (2005), “Çalışma Grubu Raporları – I: Fiyat İstikrarı Grubu Çalışma Raporu,” *2004 Türkiye İktisat Kongresi* (içinde), 5-9 Mayıs İzmir, ss. 117-170, Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı.
- Duman, , Anıl (2002), “Inflation Targeting as a Monetary Policy and its Applicability to Developing Countries,” *Central Bank of the Republic of Turkey Working Paper*, No: 7.
- ECB (2000), “Why Price Stability,” *First ECB Central Banking Conference*, Frankfurt, Germany, November 2-3.
- ECB (European Central Bank), “The Definition of Price Stability,” Erişim Adresi: <http://www.ecb.int/mopo/strategy/pricestab/html/index.en.html>, Erişim Tarihi: 25.12.2006.
- Edwards, Sebastian (2006), “The Relationship Between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited,” *NBER Working Paper*, No:12163.
- Eichengreen, Barry and Ricardo Hausmann (1999), “Exchange Rates and Financial Fragility,” *NBER Working Paper*, No: 7418.
- Enders, W. (1995), *Applied Econometric Time Series*, New York: John Wiley & Sons.
- Erçel, Gazi (1998), “Finansal İstikrar ve Para Politikası,” *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Başkanın Konuşmaları*, 26 Kasım, Rotary International, İstanbul.
- Erçel, Gazi (1999a), “2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması,” *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Başkanın Konuşmaları*. Erişim Adresi: <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprog2/baskanmat5y.html>

- Erçel, Gazi (1999b), “Türkiye’de Enflasyon ve Büyüme İlişkisi: Genel Bir Değerlendirme,” *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Başkanın Konuşmaları*, Erişim Adresi: <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2000/enflasyon.html>
- Erçel, Gazi (2005), “Enflasyon Hedeflemesinde Seçim Yapılmalı,” *Sabah Gazetesi*, 12 Eylül 2005, Erişim Adresi: <http://www.sabah.com.tr/2005/09/12/yaz1350-30-119.html>, Erişim Tarihi: 13.09.2007.
- Erdoğan, Seyfettin (2005), “Alternatif Para Politikası Startejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme,” *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* (9), 2005/1, ss. 34-54.
- Faria, J.R. and Francisco Galrao Carneiro (2001), “Does Inflation Affect Growth in the Long and Short Run?,” *Journal of Applied Economics*, Cilt: IV, No: 1, Mayıs, ss. 89-105.
- Fischer, Stanley (1993), “The Role of Macroeconomic Factors in Growth,” *Journal of Monetary Economics*, Cilt: 32, No: 3, Aralık, ss. 485-512.
- Fischer, Stanley (1996), “Maintaining Price Stability,” *Finance & Development*, Cilt: 33, No: 4, Aralık, ss. 34-37.
- Fisher, Irving (1933), “The Debt Deflation Theory of Great Depressions,” *Econometrica*, Cilt: 1, No: 4, ss. 337-57.
- Fraga, Arminino, Ilan Goldfajn and André Minella (2003), “Inflation Targeting In Emerging Market Economies,” *NBER Working Paper*, No: 10019.
- Freedman, Charles (2006), “A Brief History of the Conceptual and Practical Development of IT,” *Central Bank of the Republic of Turkey Conference on Inflation Targeting: Performance and Challenges*, Istanbul, Turkey, January 19-20.

- Friedman, Milton (1948), "A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability," *The American Economic Review*, Cilt: 38, No: 3, ss. 245-264.
- Friedman, B. and K. Kuttner (1996), "A Price Target for U.S. Monetary Policy? Lessons From The Experience with Money Growth Targets," *Brookings Papers on Economic Activity*, Cilt: 1996, No: 1, ss. 77-146.
- Friedman, Milton (1961), "The Lag in Effect of Monetary Policy," *The Journal of Political Economy*, Cilt. 69, No: 5, ss. 447-466.
- Friedman, Milton (1968), "The Role of Monetary Policy," *The American Economic Review*, Cilt: 58, No: 1, ss. 1-17.
- Friedman, Milton (1977), "Nobel Lecture: Inflation and Unemployment," *The Journal of Political Economy*, Cilt: 85, No: 3, Haziran, ss. 451-472.
- Gottschalk, Jan and David Moore (2001), "Implementing Inflation Targeting Regimes: The Case of Poland," *Journal of Comparative Economics*, Cilt: 29, No:1, ss. 24-39.
- Gökbudak, Nuran (1996), "Central Bank Independence, The Bundesbank Experience and The Central Bank of The Republic of Turkey," *The Central Bank of The Republic of Turkey Discussion Paper*, No: 9610.
- Gökçe, Deniz (2006), "Faiz Kur İlişkisi Düşünüldenden Farklı!" *Akşam Gazetesi*, 21 Ocak 2006, Erişim Adresi: <http://www.aksam.com.tr/yazar.asp?a=24553,10,12>, Erişim Tarihi: 25.01.2008.
- Granger, C.W.J. and P. Newbold (1974), "Spurious Regressions In Econometrics", *Journal of Econometrics*, Cilt: 2, ss. 111-120.

- Greenspan, Alan (2002), "Transparency in Monetary Policy," *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Cilt: 84, No: 4, s. 6, July/August.
- Grilli, Vittorio, Donato Masciandaro and Guido Tabellini (1991), "Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in Industrial Countries" in *Economic Policy: A European Forum*, Cilt: 6, Ekim, ss. 342–391.
- Gujarati, D.N. (2001), *Basic Econometrics*, Third Edition, Mcgraw-Hill International Editions.
- Güçlü, Mehmet (2004), "Ekonomik İstikrar Arayışlarında Döviz Kuru Sisteminin Rolü: 2000 Yılı Türkiye Deneyimi," Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İzmir.
- Gül, Ekrem and Aykut Ekinci, (2006), "The Causal Relationship Between Nominal Interest Rates and Inflation: The Case of Turkey," *Institute of Administrative Development (I.A.D.), Scientific Journal of Administrative Development*, Cilt: 4, ss. 54-69.
- Güloğlu, Bülent (2005), "Vektör Otoregresif Modellerin Etki-Tepki Fonksiyonlarının Güven Aralıklarının Güvenilirliği,"  
Erişim Adresi: [www.ekonometridernegi.org/bildiriler/o15s1.pdf](http://www.ekonometridernegi.org/bildiriler/o15s1.pdf), Erişim Tarihi: 01.09.2006.
- Güloğlu, B. ve S. Sevinç Orhan (2007), "Türkiye’de Parasal Şokların Reel Ekonomi Üzerine Etkilerinin Analizi," *Güncel Ekonomik Soru(n)lar Kongresi*, Kuşadası-Aydın, 26-28 Ekim.
- Gürçihan, Burcu ve Erdal Yılmaz (2007), "Türkiye’de Kamu Borç Stokunun Yapısı: Orijinal Günah Göstergeleri ve Risk-Dahil Kamu Borç Yüğü," *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Çalışma Tebliği*, No: 07/02.

- Hamilton, J. D. (1994), *Time Series Analysis*, New Jersey: Princeton University Press.
- Hausmann, Ricardo and Ugo Panizza (2003), "On The Determinants of Original Sin: An Empirical Investigation," *Journal of International Money and Finance*, Cilt: 22, No: 7, Aralık, ss. 957-990.
- Heenan, G. M. Peter and S. Roger (2006), "Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communications," *IMF Working Paper*, No: 06/278.
- Herrero, Alicia G. and Pedro del Río López (2003), "Financial Stability and Design of Monetary Policy," *Banco de España, Service de Estudios*, Documento de Trabajo n.º 0315.
- Hoffmaister, Alexander W. (1999), "Inflation Targeting in Korea: An Empirical Exploration," *IMF Working Paper*, No: 99/7, January, (Washington: International Monetary Fund).
- Hu, Yifan (2003), "Empirical Investigation of Inflation Targeting," Erişim Adresi: <http://www.iie.com/publications/wp/03-6.pdf>
- Hyder, Z. and Shah, S. (2004), "Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices in Pakistan," *State Bank of Pakistan Working Papers*, No: 5.
- Issing, Otmar (2003), "Monetary and Financial Stability: Is There a Trade-off?" Speech Held At *European Central Bank Conference on "Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle"*, March 28-29, 2003, Bank for International Settlements (BIS), Basle, Erişim Adresi: <http://www.ecb.int/press/key/date/2003/html/sp030329.en.html>
- Ito, Takatoshi and Frederic S. Mishkin (2004), "Two Decades of Japanese Monetary Policy and The Deflation Problem," *NBER Working Paper*, No: 10878.

- Ito, Takatoshi and Frederic S. Mishkin (2005), “Monetary Policy in Japan: Problems and Solutions,” *Columbia Business School Center on Japanese Economy and Business, Working Paper*, No: 231.
- İMKB (2004), “İMKB’nin Kuruluşundan İtibaren Önemli Gelişmeler,” Erişim Adresi: <http://www.imkb.gov.tr/genel/gelismeler.htm>, Erişim Tarihi: 05.11.2007.
- İnandım, Şeyda (2005), “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği,” *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Uzmanlık Yeterlilik Tezi*.
- Jácome, L. I. and Francisco Vázquez (2005), “Any Link Legal Central Bank Independence and Inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean,” *IMF Working Paper*, No: 05/75, (Washington: International Monetary Fund).
- Johnson, David S., Stephen B. Reed and Kenneth J. Stewart (2005), “What has Happened to Price Measurement since the Boskin Report? The U.S. Experience,” *OECD Meeting on Inflation Measures: Too High—Too Low—Internationally Comparable?*, Paris, June 21-22.
- Kadıoğlu, Ferya, Nilüfer Özdemir ve Gökhan Yılmaz (2000), “Inflation Targeting In Developing Countries,” *Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT) Discussion Paper*.
- Kalkan, Mehmet, Ahmet N. Kipici ve A. Tatar Peker (1997), “Leading Indicators of Inflation in Turkey,” *Irving Fischer Committee (IFC) Bulletin*, No: 1, November, pp. 71-92.
- Kara, A. Hakan (2006), “Turkish Experience With Implicit Inflation Targeting,” *The Central Bank of the Republic of Turkey Working Paper*, No: 06/03.

- Kara, H. ve Fethi Ögünç (2005), “Exchange Rate Pass-Through in Turkey: It is Slow, but is it Really Low?” *The Central Bank of the Republic of Turkey Working Paper*, No: 05/10.
- Kara, H., H. Küçük Tuğer, Ü. Özlale, B. Tuğer, D. Yavuz and E. M. Yücel (2005), “Exchange Rate Pass-Through in Turkey: Has it Changed and to What Extent?” *The Central Bank of the Republic of Turkey Working Paper*, No: 05/04.
- Karasoy, A., Mesut Saygılı ve Cihan Yalçın (1998), “Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi ve Bazı Ülke Deneyimleri,” *TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği*, No: 9801.
- Kasapoğlu, Özgür (2007), “Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama,” *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Uzmanlık Yeterlilik Tezi*.
- Kesriyeli, Mehtap (1997), “1980’den Günümüze Para Politikası Gelişmeleri,” Ankara: *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müd. Yayını*, No:97/4.
- Keyder, Nur (2002), “PARA: Teori – Politika –Uygulama,” Geliştirilmiş 8. Baskı, Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Khan, Mohsin S. (2003), “Current Issues in the Design and Conduct of Monetary Policy,” *IMF Working Paper*, No: 03/56, (Washington: International Monetary Fund).
- Kim, Soyoung and Nouriel Roubini (2000), “Exchange Rate Anomalies in the Industrial Countries: A Solution with a Structural VAR Approach,” *Journal of Monetary Economics*, No: 45, ss. 561-586.
- Kormendi, Roger C. and Philip G. Meguire (1985), “Macroeconomic Determinants of Growth: Cross-Country Evidence”, *Journal of Monetary Economics*, Cilt: 16, No: 2, Ekim, ss. 141-163.

- Krause, Stefan and Felix Rioja (2006), "Financial Development and Monetary Policy Efficiency," Erişim Adresi: [http://www.economics.emory.edu/Working\\_Papers/wp/krause\\_06\\_13\\_paper.pdf](http://www.economics.emory.edu/Working_Papers/wp/krause_06_13_paper.pdf), Erişim Tarihi: 21.09.2007.
- Kumcu, Ercan (2007), "Enflasyon Hedeflemesi Sorgulanmalı," *Hürriyet Gazetesi*, 8 Mayıs.
- Kumcu, Ercan (2008a), "Enflasyonla Mücadeleyi Daha Ciddiye Almalıyız," *Hürriyet Gazetesi*, 4 Mart.
- Kumcu, Ercan (2008b), "Enflasyonla Mücadelede Bir Başka Başlangıç," *Hürriyet Gazetesi*, 5 Haziran.
- Kuttner, Kenneth N. and Patricia C. Mosser (2002), "The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions," *FRBNY Economic Policy Review*, May, SS. 15-26.
- Kuttner, Kenneth N. and Patricia C. Mosser (2002), "The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions," *FRBNY Economic Policy Review*, May, ss. 15-26.
- Kydland, F.E. and E.C. Prescott (1977), "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans," *Journal of Political Economy*, Cilt: 85, No: 3 , ss. 473-492.
- Leiderman, L., Rodolfo Maino and Eric Parrado (2006), "Inflation Targeting in Dollarized Economies," *IMF Working Paper*, No: 06/157, (Washington: International Monetary Fund).

- Lybek, Tonny (2004), "Central Bank Autonomy, Accountability, and Governance: Conceptual Framework,"  
Erişim Adresi: <http://www.imf.org/external/np/leg/sem/2004/cdmfl/eng/lybek.pdf>
- Macfarlane, I.J. (2004), "Monetary Policy and Financial Stability," *Reserve Bank of Australia Bulletin*, Aralık, ss. 1-5.
- MADDALA, G. S. ve KIM, I.M. (1998), *Unit Roots, Cointegration and Structural Change*, Cambridge University Press: United Kingdom.
- Mallik, G. and Anis Chowdhury (2001), "Inflation and Economic Growth: Evidence From Four South Asian Countries," *Asia-Pacific Development Journal*, Cilt: 8, No: 1, Haziran, ss. 123-135.
- Masson, Paul R., Miguel A. Savastano and Sunil Sharma (1997), "The Scope for Inflation Targeting In Developing Countries," *IMF Working Paper*, No: 97/130, (Washington: International Monetary Fund).
- McCarthy, Jonathan (1999), "Pass-Through of Exchange Rates and Import Prices to Domestic Inflation in Some Industrialized Economies," *BIS Working Papers*, No: 79.
- McFarlane, Lavern (2002), "Consumer Price Inflation and Exchange Rate Pass-Through in Jamaica," Bank of Jamaica, Erişim Adresi: [http://www.boj.org.jm/uploads/pdf/papers\\_pamphlets/papers\\_pamphlets\\_consumer\\_price\\_inflation\\_and\\_exchange\\_rate\\_pass-through\\_in\\_jamaica.pdf](http://www.boj.org.jm/uploads/pdf/papers_pamphlets/papers_pamphlets_consumer_price_inflation_and_exchange_rate_pass-through_in_jamaica.pdf)
- Metin-Özcan, Kıvılcım ve Vuslat Us (2006), "Dolarizasyon Sürecinde Son Gelişmeler: Türkiye Ekonomisi Örneği," *TİSK Akademi*, Cilt: 1, Sayı: 2, ss. 99-115.

- Mishkin, Frederic S. (1990), "Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective," *NBER Working Paper*, No: 3400.
- Mishkin, Frederic S. (1996), "The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy," *Banque De France Bulletin Digest*, No: 27, March, ss. 33-44.
- Mishkin, Frederic S. (1997a), "Strategies for Controlling Inflation," *NBER Working Paper*, No: 6122.
- Mishkin, Frederic S. (1997b), "The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policy Makers,"  
Erişim Adresi: <http://www.kc.frb.org/Publicat/sympos/1997/pdf/s97mishk.pdf>,  
Erişim Tarihi: 11.03.2007.
- Mishkin, Frederic S. (1998), "Promoting Japanese Recovery," *Center On Japanese Economy and Business Working Paper*, No: 148.
- Mishkin, Frederic S. (1999), "International Experiences With Different Monetary Policy Regimes," *NBER Working Paper*, No: 7044.
- Mishkin, Frederic S. (2000a), "From Monetary Targeting To Inflation Targeting: Lessons From The Industrialized Countries," Erişim Adresi: <http://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/00BOMEX.pdf>, Erişim Tarihi: 11.03.2007.
- Mishkin, Frederic S. (2000b), "Inflation Targeting in Emerging-Market Countries," *The American Economic Review*, Cilt: 90, No: 2, ss. 105-109.
- Mishkin, Frederic S. (2000c), "Issues in Inflation Targeting," Erişim Adresi: <http://www.banqueducanada.ca/en/res/wp/2000/mishkin.pdf>, Erişim Tarihi: 30.05.2007.

Mishkin, Frederic S. (2004), "Can Inflation Targeting Work In Emerging Market Countries?" *NBER Working Paper*, No: 10646.

Mishkin, Frederic S. (2005), " The Fed After Greenspan," *Eastern Economic Journal*, Cilt: 31, No: 3, ss. 317-332, Erişim Adresi: [http://college.holycross.edu/eej/Volume31/V31N3P317\\_332.pdf](http://college.holycross.edu/eej/Volume31/V31N3P317_332.pdf), Erişim Tarihi: 12.01.2008.

Mishkin, Frederic S. and Adam Posen (1997), "Inflation Targeting: Lessons from Four Countires," *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, Cilt: 3, No: 3, August, ss. 9-110.

Mishkin, Frederic S. and Klaus Schmidt-Hebbel (2001), "One Decade of Inflation Targeting in The World: What Do We Know And What Do We Need To Know?" *NBER Working Paper*, No: 8397.

Mishkin, Frederic S. and Klaus Schmidt-Hebbel (2007), "Does Inflation Targeting Make a Difference?" *NBER Working Paper*, No: 12876.

Mishkin, Frederic S. and Miguel A. Savastano (2001), "Monetary Policy Strategies for Latin America," *The World Bank Policy Research Working Paper*, No: 2685.

Motley, Brian (1998), "Growth and Inflation: A Cross-Country Study", *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review*, No:1, ss. 15-28.

Neumann, Manfred J. M. and Jürgen Von Hagen (2002), "Does Inflation Targeting Matter," *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, July/August.

Nicoló, Gianni De, Patrick Honohan, andA Iain Ize (2003), "Dollarization of the Banking System: Good or Bad?" *IMF Working Paper*, No: 03/46, (Washington: International Monetary Fund).

Okun, Arthur M. (1971), "The Mirage of Steady Inflation," *Brookings Papers on Economic Activity*, Cilt: 1971, No: 2, ss. 485-498.

Olivier, Blanchard (2004), "Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil," *NBER Working Paper*, No: 10389.

Outreville, J. François (1999), "Financial Development, Human Capital and Political Stability," *UNCTAD Discussion Papers*, No: 142.

Öğretmen, Eren (2004), "Enflasyon Hedeflemesi: Uygulama Özellikleri," *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayınları*, Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Erişim Adresi:

<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/EnflasyonHedeflemesi2.pdf>,

Erişim Tarihi: 25.12.2006.

Özatay, Fatih (2007), "Yüksek Faiz, Düşük Kur: Böyle Bir Politika Uygulandı mı Gerçekten?" Erişim Adresi: [http://fatih.ozatay.etu.edu.tr/d4\\_20\\_2007\\_3.pdf](http://fatih.ozatay.etu.edu.tr/d4_20_2007_3.pdf), Erişim Tarihi: 25.01.2008.

Özcan, Serkan (2006), "Para Politikası Tercihleri ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki, Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar ve Türkiye Analizi," *TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi*.

Öztürk, Serdar (2003), "Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı ve Türkiye'de Uygulanabilirliği," *Dış Ticaret Müsteşarlığı Dergisi*, Sayı: 29, Temmuz 2003.

Parasız, İlker (1998), *1923'den Günümüze Türkiye' de İktisat ve İstikrar Politikaları Uygulamaları*, Bursa: Ezgi Kitapevi Yayınları.

Peker, Osman (2004), *Parasal Şokların Reel Etkileri: Kuram ve Türkiye Örneği*, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Enstitüsü, Doktora Tezi, Ankara.

- Peker, Osman (2007), "Para Politikası Etkilerinin Ölçümü: Türkiye Örneği," *Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Yönetim ve Ekonomi*, Cilt: 14, Sayı: 1.
- Peseran, H.H. and Yongcheol Shin (1998), "Generalized Impulse Response Analysis in Linear Multivariate Models," *Economics Letters*, Cilt: 58, ss. 17-29.
- Petursson, G. Thorarinn (2004), "The Effects of Inflation Targeting on Macroeconomic Performans," *Central Bank of Iceland Working Papers*, No: 23.
- Petursson, Thorarinn G. (2000), "Exchange Rate or Inflation Targeting in Monetary Policy?" *Central Bank of Iceland Monetary Bulletin*, 2000/1, ss. 36-45.
- Phelps, E.S (1967), "Phillps Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time," *Economica*, New Series, Cilt: 34, No: 135, ss. 254-281.
- Phelps, E.S (1968), "Phillps Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time: Reply," *Economica*, New Series, Cilt: 35, No: 139, ss. 288-296.
- Phillips, A. W. (1958), "The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957," *Economica*, Cilt: 25, No: 100, ss. 283-299.
- Roger, S., and M. Stone (2005), "On Target? The International Experience with Achieving Inflation Targets" *IMF Working Paper*, No: 05/163, (Washington: International Monetary Fund).
- Romer, D. (2001), *Advanced Macroeconomics*, İkinci Baskı, McGraw-Hill.
- Rudebusch, Glenn D., and Lars E.O. Svensson (1998), "Policy Rules for Inflation Targeting," *NBER Working Papers*, No: 6512.

- Runkle, D. E. (1987), "Vector Autoregressions and Reality," *Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department Staff Report*, No: 107.
- Saçkan, Oğuzhan (2006), "Genel Fiyat Düzeyinin Belirlenmesinde Para ve Maliye Politikası Dominan Rejimler: Türkiye Örneği, 1988-2005," *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Uzmanlık Yeterlilik Tezi*.
- Samuelson, P. and R. Solow (1960), "Analytical Aspects of Anti-inflation Policy," *The American Economic Review*, Cilt: 50, No.2, ss. 177-194.
- Sargent, Thomas J. and Neil Wallace (1981), "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic," *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*.
- Sarı, Müslim (2004), "Dış Borç Yönetimi ve Türkiye Uygulamaları," *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*.
- Savaş, Vural (2000), *İktisatın Tarihi*, 4. Baskı, Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Schinasi, Garry J. (2004), "Defining Financial Stability," *IMF Working Paper*, No: 04/187. (Washington: International Monetary Fund).
- Sekine, Toshitaka (2006), "Time-Varying Exchange Rate Pass-Through: Experiences of Some Industrial Countries," *BIS Working Papers*, No: 202.
- Serdengeçti, Süreyya (2001a), "TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu Merkez Bankası Sunuşu," *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Başkanın Konuşmaları*, Ankara, 28 Kasım.
- Serdengeçti, Süreyya (2001b), "Politika Uygulamaları: Geçmiş, Bugün, Gelecek," *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Başkanın Konuşmaları*, Erzurum, 4 Eylül.

Serdengeçti, Süreyya (2002a), “Fiyat İstikrarı,” *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Başkanın Konuşmaları*, SBF Konferansı, Ankara, 28 Kasım.

Serdengeçti, Süreyya (2002b), “Enflasyon,” *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Başkanın Konuşmaları*, İstanbul, 19 Mart.

Serdengeçti, Süreyya (2002c), “70. Hissedarlar Genel Kurul Olağan Toplantısı Açış Konuşması,” *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Başkanın Konuşmaları*, Ankara, 26 Nisan.

Serdengeçti, Süreyya (2004), “72. Hissedarlar Genel Kurul Olağan Toplantısı Açış Konuşması,” *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Başkanın Konuşmaları*, Ankara, 1 Nisan.

Serdengeçti, Süreyya (2005a), “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Döviz Kuru Politikası,” *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Başkanın Konuşmaları*, İstanbul, 21 Aralık.

Serdengeçti, Süreyya (2005b), “Ekonomik Görünüm,” *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Başkanın Konuşmaları*, Adana, 9 Mart.

Serdengeçti, Süreyya (2005c), “73. Hissedarlar Genel Kurul Olağan Toplantısı Açış Konuşması,” *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Başkanın Konuşmaları*, Ankara, 12 Nisan.

Serdengeçti, Süreyya (2005d), “Ekonomik Görünüm,” *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Başkanın Konuşmaları*, Ankara, 31 Ekim.

Serdengeçti, Süreyya (2005e), “Dolarizasyon/Ters Dolarizasyon,” *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Başkanın Konuşmaları*, Eskişehir, 3 Ekim.

- Siklos, Pierre L. (1999), "Inflation-Target Design: Changing Inflation Performance and Persistence in Industrial Countries," *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, March/April, ss. 47-58.
- Sims, C. A. (1980), "Macroeconomics and Reality", *Econometrica*, Cilt: 48, No: 1, Ocak, ss. 1-49.
- Sims, C. A. (1992), "Interpreting the Macro Economics Time Series Facts: The Effects of Monetary Policy," *European Economic Review*, 36, ss. 975-1011.
- Svensson, Lars E. O. (1996), "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets," *NBER Working Paper*, No: 5797.
- Svensson, Lars E. O. (1997), "Inflation Targeting: Some Extensions," *NBER Working Paper*, No: 5962.
- Svensson, Lars E. O. (1998a), "Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule," *Institute For International Economic Studies, Stockholm University*, Seminar Paper No: 646.
- Svensson, Lars E. O. (1998b), "Open-Economy Inflation Targeting," *NBER Working Paper*, No: 6545.
- Svensson, Lars E. O. (1999a), "Price Stability As a Target for Monetary Policy: Defining and Maintaining Price Stability," *NBER Working Paper*, No: 7276.
- Svensson, Lars E. O. (1999b), "Price-Level Targeting versus Inflation Targeting: A Free Lunch?" *Journal of Money, Credit and Banking*, Cilt: 31, No: 3, Bölüm 1, ss. 277-295.
- Şıklar, İlyas (2004), *Para Teorisi ve Politikası*, Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Fakültesi Yayınları No: 1583.

Tarı, Recep (2005), *Ekonometri*, Gözden Geçirilmiş ve Genişletilmiş 3. Baskı, İzmit: Kocaeli Üniversitesi Yayın No: 172.

Taylor, John B. (1995), "The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework," *The Journal of Economic Perspectives*, Cilt: 9, No: 4, ss. 11-26.

TCMB (2001a), "Çekirdek Enflasyon Teknik Komite Çalışma Raporu," *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü*, Yayın No: 2001/1, Ankara, Mayıs.

TCMB (2001b), *Para Politikası Raporu*, Kasım, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

TCMB (2002a), "Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri," Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Mayıs.

TCMB (2002b), "2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler," Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Basın Duyurusu, Sayı: 2002-01, 2 Ocak .

TCMB (2002c), *TCMB Yıllık Rapor*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

TCMB (2002d), *Para Politikası Raporu*, Nisan, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

TCMB (2003a), "2003 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi," Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Basın Duyurusu, Sayı: 2003-02, 3 Ocak.

TCMB (2003b), *Para Politikası Raporu*, Ocak, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

TCMB (2003c), *Para Politikası Raporu*, Nisan, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

TCMB (2003d), “Merkez Bankası Faiz Oranlarının Düşürülmesine İlişkin Basın Duyurusu,” Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Basın Duyurusu, Sayı: 2003-31, 4 Haziran.

TCMB (2004a), *Enflasyon Kitapçığı*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

TCMB (2004b), *Para Politikası Raporu*, Nisan, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

TCMB (2004c), “2004 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesine İlişkin Basın Duyurusu,” Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Basın Duyurusu, Sayı: 2004-01, 2 Ocak.

TCMB (2005a), “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası,” Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Basın Duyurusu, Sayı: 2005-56, 5 Aralık.

TCMB (2005b), *Para Politikası Raporu 2004-IV*, Ocak, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

TCMB (2005c), *Para Politikası Raporu 2005-II*, Temmuz, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

TCMB (2005d), *TCMB Yıllık Rapor*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

TCMB (2006a), *Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

TCMB (2006b), “2007 Yılında Para ve Kur Politikası,” Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Basın Duyurusu, 13 Aralık 2006 (2006-79).

TCMB (2006c), *Finansal İstikrar Raporu*, Sayı: 3, Aralık, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

TCMB (2006d), *Enflasyon Raporu 2006-1*, Aralık, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

TCMB (2006e), *Finansal İstikrar Raporu*, Sayı: 2, Haziran, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

TCMB (2007a), *Finansal İstikrar Raporu*, Sayı: 4, Mayıs, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

TCMB (2007b), *TCMB Bülten*, Sayı: 6, Haziran, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

TCMB (2007c), *TCMB Bülten*, Sayı: 5, Mart, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

TCMB (2008a), “17 Nisan 2008 Tarihli Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti,” Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Basın Duyurusu, Sayı: 2008-19, 30 Nisan.

TCMB (2008b), “TCMB Kanununun 4. Maddesi Uyarınca Hükümete Gönderilen Enflasyon Hedefleri ile İlgili Mektup,” Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Basın Duyurusu, Sayı: 2008-24, 3 Haziran.

Thornton, John (2006), “High and Variable Inflation: Further Evidence on Friedman Hypothesis,” *South African Journal Economics*, Cilt: 74, No:2, Haziran, ss. 167-171.

- Tuladhar, A. (2005), "Governance Structures and Decision-Making Roles in Inflation Targeting Central Banks," *IMF Working Paper*, No: 05/183, (Washington: International Monetary Fund).
- Tutar, Eser (2005), "Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşulları: Türkiye'de Para Politikası Araçları ile Enflasyon Arasındaki İlişkinin İncelenmesi," *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*.
- Us, Vuslat (2004), "Inflation Dynamics and Monetary Policy Strategy: Some Prospects for the Turkish Economy," *Journal of Policy Modelling*, Sayı: 26, ss. 1003-1013.
- Usta, Bülent (2003), "Enflasyon Hedeflemesi: Gelişmekte Olan Ülkelere Uygulanabilirliği ve Türkiye Örneği," *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*.
- Uygur, Ercan (2001), "Enflasyon, Para ve Mali Baskı: İktisat Politikasında Geri Kalmışlık," *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Aralık, Yıl: 16, Sayı: 189, ss. 7-23.
- Uygur, Ercan (2003), "Enflasyonun Dinamiği ve İstikrar," *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Ekim, Yıl: 18, Sayı: 211, ss. 50-67.
- Vandenbussche, J. (2006), "Elements of Optimal Monetary Policy Committee Design," *IMF Working Paper*, forthcoming (Washington: International Monetary Fund).
- Walsh, Carl E. (2005), "Central Bank Independence," Prepared for the New Palgrave Dictionary, Erişim Adresi: [http://people.ucsc.edu/~walshc/cbi\\_newpalgrave.pdf](http://people.ucsc.edu/~walshc/cbi_newpalgrave.pdf)
- Yalçın, Ebru (2005), "İktisadi Büyüme ve Dış Krediler: Ampirik Bir Çalışma," *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*.

Yeldan, Erinç (2001), *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*, İstanbul: İletişim Yayınları.

Yeldan, Erinç (2004a), Finansal Serbestleştirme'nin Sonuçları: Spekülatif Büyüme ve Kriz, Mustafa Özer (der.), *Türkiye Ekonomisi* (ss. 209-242), Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Fakültesi Yayınları No: 836.

Yeldan, Erinç (2004b), "Türkiye'de Dış Borç Sorunu ve Kalkınma Stratejileri Açısından Analizi," Erişim Adresi: [http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Seluloz-Is2004\\_DisBorc\\_Yeldan.pdf](http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Seluloz-Is2004_DisBorc_Yeldan.pdf), Erişim Tarihi: 05.11.2007.

Yeyati, E. Levy (2006), "Financial Dollarization: Evaluating The Consequences," *Economic Policy*, January, ss. 61-118.

Yıldırım, Kemal ve Doğan Karaman (2005), *Makroekonomi*, Dördüncü Baskı, Eskişehir: Eğitim, Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı, Yayın No: 145.

Yılmaz, Durmuş (2006a), Bakanlar Kurulu Sunumu, *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Başkanın Konuşmaları*, Ankara, 3 Mayıs.

Yılmaz, Durmuş (2006b), "Merkez Bankaları ve İletişim Politikaları," *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Başkanın Konuşmaları*, Hacettepe Üniversitesi, Ankara, 25 Aralık.

Yılmaz, Durmuş (2006c), "2007 Yılında Para ve Kur Politikası," *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Başkanın Konuşmaları*, Ankara, 13 Aralık.

Yılmaz, Durmuş (2007a), "Financial Security and Stability," *BIS Review 76/2007*, Speech at the Forum "Measuring and Fostering the Progress of Societies: The OECD World Forum on Statistics, Knowledge and Policy", İstanbul, 28 June 2007, Erişim Adresi: <http://www.bis.org/review/r070704a.pdf>

Yılmaz, Durmuş (2007b), “75. Olağan Genel Kurul Açış Konuşması,” *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası*, Ankara, 6 Nisan.

Yılmaz, Durmuş (2007c), “Büyüme, İstihdam ve İhracat için Fiyat İstikrarı,” *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Başkanın Konuşmaları*, Ankara, 8 Kasım.

Yılmaz, Durmuş (2008), Bakanlar Kurulu Sunumu, *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Başkanın Konuşmaları*, Ankara, 12 Mayıs.

Yılmaz, Gökhan (2005), “Financial Dollarization, (De)Dollarization and the Turkish Experience,” *Turkish Economic Association Discussion Paper*, No: 2005/6.

Zengin, A. (2000), “Reel Döviz Kuru Hareketleri ve Dış Ticaret Fiyatları (Türkiye Ekonomisi Üzerine Ampirik Bulgular),” *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 2, Sayı 2.

### **İnternet Adresleri ve Veritabanları**

[www.dpt.gov.tr](http://www.dpt.gov.tr)

[www.hazine.gov.tr](http://www.hazine.gov.tr)

[www.imf.org](http://www.imf.org)

[www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)

DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-2006), Erişim Adresi: <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/gosterge/tr/1950-06/esg.htm>

DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, Aralık 2001 – Eylül 2007, Erişim Adresi: <http://ekutup.dpt.gov.tr/tg/index.asp?yayin=teg&yil=0&ay=0>

Hazine Müsteşarlığı Veritabanı, Erişim Adresi: [www.hazine.gov.tr](http://www.hazine.gov.tr)

IMF – IFS (International Financial Statistics) Veri tabanı, Erişim Adresi: <http://www.imfstatistics.org/imf/logon.aspx>

IMF WEO (World Economic Outlook) Veritabanı, Erişim Adresi: <http://www.imf.org/external/data.htm#data>

TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, Erişim Adresi: <http://evds.tcmb.gov.tr/>

WDI (World Development Indicators) 2006 Veritabanı (CD Versiyonu)

### **Enflasyonu Hedefleyen Ülke Merkez Bankalarının İnternet Siteleri**

İngiltere Merkez Bankası	<a href="http://www.bankofengland.co.uk/">http://www.bankofengland.co.uk/</a>
Norveç Merkez Bankası	<a href="http://www.norges-bank.no/default_106.aspx">http://www.norges-bank.no/default_106.aspx</a>
İsveç Merkez Bankası	<a href="http://www.riksbank.com/">http://www.riksbank.com/</a>
İsviçre Merkez Bankası	<a href="http://www.snb.ch/">http://www.snb.ch/</a>
Finlandiya Merkez Bankası	<a href="http://www.bof.fi/">http://www.bof.fi/</a>
İzlanda Merkez Bankası	<a href="http://www.sedlabanki.is/?pageid=194">http://www.sedlabanki.is/?pageid=194</a>
Avustralya Merkez Bankası	<a href="http://www.rba.gov.au/">http://www.rba.gov.au/</a>
Kanada Merkez Bankası	<a href="http://www.bank-banque-canada.ca/">http://www.bank-banque-canada.ca/</a>
Yeni Zelanda Merkez Bankası	<a href="http://www.rbnz.govt.nz/">http://www.rbnz.govt.nz/</a>
Güney Afrika Merkez Bankası	<a href="http://www.reservebank.co.za/">http://www.reservebank.co.za/</a>
Şili Merkez Bankası	<a href="http://www.bcentral.cl/eng/">http://www.bcentral.cl/eng/</a>
Kolombiya Merkez Bankası	<a href="http://www.banrep.gov.co/index_eng.html">http://www.banrep.gov.co/index_eng.html</a>
Meksika Merkez Bankası	<a href="http://www.banxico.org.mx/sitioIngles/index.html">http://www.banxico.org.mx/sitioIngles/index.html</a>
Peru Merkez Bankası	<a href="http://www.bcrp.gob.pe/bcr/ingles/">http://www.bcrp.gob.pe/bcr/ingles/</a>
İsrail Merkez Bankası	<a href="http://www.bankisrael.gov.il/firsteng.htm">http://www.bankisrael.gov.il/firsteng.htm</a>
Endonezya Merkez Bankası	<a href="http://www.bi.go.id/web/en">http://www.bi.go.id/web/en</a>
Kore Merkez Bankası	<a href="http://www.bok.or.kr/eng/index.jsp">http://www.bok.or.kr/eng/index.jsp</a>
Filipinler Merkez Bankası	<a href="http://www.bsp.gov.ph/">http://www.bsp.gov.ph/</a>
Tayland Merkez Bankası	<a href="http://www.bot.or.th/BoThomepage/index/index_e.asp">http://www.bot.or.th/BoThomepage/index/index_e.asp</a>
Çek Cum. Merkez Bankası	<a href="http://www.cnb.cz/en/">http://www.cnb.cz/en/</a>
Slovak Cum. Merkez Bankası	<a href="http://www.nbs.sk/INDEXA.HTM">http://www.nbs.sk/INDEXA.HTM</a>
Macaristan Merkez Bankası	<a href="http://www.mnb.hu/">http://www.mnb.hu/</a>
Polonya Merkez Bankası	<a href="http://www.nbp.pl/">http://www.nbp.pl/</a>
Romanya Merkez Bankası	<a href="http://www.bnro.ro/def_en.htm">http://www.bnro.ro/def_en.htm</a>
Brezilya Merkez Bankası	<a href="http://www.bcb.gov.br/?english">http://www.bcb.gov.br/?english</a>
Türkiye Merkez Bankası	<a href="http://www.tcmb.gov.tr/">http://www.tcmb.gov.tr/</a>

## EKLER EK-1

**Tablo 6.1 Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Hesap Verebilirlik, Şeffaflık ve İletişim Politikaları**

Ülkeler	Politika Tutanaklarının Yayınlanması	Parlamentoya Rapor	İletişim Araçları: Raporlar	Hedeften Önemli Sapmalar Olduğunda Spesifik Raporlar	Kaçış Yolları	İletişim Araçları: Toplantı Özetleri	Modelin Yayınlanması
<i>Avustralya</i>	Yok	Var	PPB (3 aylık)	Yok (Hedeften sapma durumunda özel bir eylem planı yok. Ancak hükümet ile karşılıklı görüşmeler yapılmaktadır.)	Yok	Yayımlanmamaktadır.	Yayımlanmamaktadır.
<i>Brezilya</i>	Evet (8 gün gecikme ile)	Var	ER (3 aylık)	Var (Maliye Bakanına gönderilen mektupta (open letter) sapmanın nedenleri, hedefi yakalamak için alınan önlemler ve hedefi tutturmak için gerekli süre belirtilmektedir.)	Yok	8 gün sonra yayımlanmaktadır. Toplantı özetleri; toplantıda yer alan sunumları, önemli ekonomik gelişmeleri içermektedir.	Enflasyonun tahminine ilişkin temel modeller "Working Paper"larda yer almaktadır.
<i>Kanada</i>	Yok	Var	PPR + Güncelleme (6 aylık)	Var (Para Politikası Raporu'nda hedeften sapmanın nedenleri, hedefi yakalamak için alınan önlemler ve buna ilişkin gerekli süre belirtilmektedir.)	Yok	Yayımlanmamaktadır.	Yayımlanmaktadır.
<i>Şili</i>	Evet (90 gün gecikme ile)	Var	PPR (4 aylık)	Yok (Hedeften sapma durumunda Merkez Bankası'nın hukuki bir sorumluluğu yok.)	Yok	Bir sonraki toplantıdan 5 iş günü önce yayımlanmaktadır. Toplantı özetlerinde, toplantıda tartışılan konular, bu tartışmalara temel teşkil eden raporlar, üyeler tarafından yapılan yorumlar ve oylama sonucu yer almaktadır.	Yayımlanmaktadır. EH uygulaması başladıktan 3 yıl sonra model yayımlanmıştır.
<i>Kolombiya</i>	Yok	Var	ER (3 aylık)	Yok (Hedeften sapma durumunda Merkez Bankası'nın hukuki bir yükümlülüğü yok. Ancak Merkez Bankası sapma ile ilgili gerekli açıklamaları yapar.)	Yok	Yayımlanmamaktadır.	Bütün modeller yayımlanmamaktadır. Ancak temel model niteliğindeki artırım mekanizması modeli yayımlanmaktadır.
<i>Çek Cum.</i>	Evet	Var	ER (3 aylık)	Yok (Merkez Bankası'nın hukuki bir sorumluluğu yok.)	Var	8 gün sonra yayımlanmakta. Toplantı özetlerinde karara ilişkin görüşler ve üyelerin yorumları yer almaktadır.	Yayımlanmaktadır.

**Tablo 6.1 devam**

Ülkeler	Politika Tutanaklarının Yayınlanması	Parlamentoya Rapor	İletişim Araçları: Raporlar	Hedeften Olduğunda	Önemli Spesifik Raporlar	Sapmalar	Kaçış Yolları	İletişim Araçları: Toplantı Özetleri	Modelin Yayınlanması
<i>Macaristan</i>	Evet	Var	ER (3 aylık), Yıllık rapor	Yok			Yok	2 hafta içinde yayımlanmaktadır. Özetlerde, Kurul'un ekonomik koşullar ve faiz kararları konusundaki değerlendirmelerine yer verilmektedir. Oylama sonuçları da açıklanmaktadır.	Model hakkında teknik olmayan bilgiler ve benzer diğer modeller yayımlanmaktadır. Ancak model hakkında daha detaylı ve teknik bilgilerin yayımlanması planlanmaktadır.
<i>İzlanda</i>	Yok	Yok	Para Politikası Bülteni (3 aylık)	Var (MB, hedeften her iki yönde %1,5'tan fazla bir sapma olduğunda, sapmanın nedenlerini, hedefi yakalamak için alınan önlemleri ve gerekli süreyi belirten bir raporu hükümete göndermek zorundadır. Bu rapor kamuoyuna da açıklanmaktadır.)			Yok	Yayımlanmamaktadır.	Enflasyonun tahminine ilişkin modeller "Working Paper"larda yer almaktadır.
<i>Endonezya</i>	Yok	Var	PPR (3 aylık)	Var			Yok	-	-
<i>İsrail</i>	Evet	Var	ER (6 aylık)	Yok			Yok	Yayımlanmamaktadır.	Yayımlanmamaktadır
<i>Kore</i>	Yok	Var	PPR (6 aylık)	Yok (Yasal bir yükümlülüğü yok. Ancak, Parlamento'ya altı ayda bir yapılan sunumlarda gerekli açıklamalar yapılır.)			Yok	"Aylık Bülten"de 3 aylık gecikme ile yayımlanmaktadır. Özetlerde komite üyeleri arasında tartışılan konular, karara temel teşkil eden nedenler genel bir çerçevede ele alınmaktadır.	Yayımlanmamaktadır.
<i>Meksika</i>	Yok	Var	Parasal Program (yıllık), ER (3 aylık)	Yok			Yok	Yayımlanmamaktadır. Para politikası kararına ilişkin yapılan basın duyurusunda ayrıntılı açıklama yer almaktadır.	Yayımlanmamaktadır.

**Tablo 6.1 devam**

Ülkeler	Politika Tutanaklarının Yayınlanması	Parlametoya Rapor	İletişim Araçları: Raporlar	Hedeften Önemli Sapmalar Olduğunda Spesifik Raporlar	Kaçış Yolları	İletişim Araçları: Toplantı Özetleri	Modelin Yayınlanması
<i>Yeni Zelanda</i>	Yok	Var	PPB (3 aylık)	Var (Hedeften sapmanın nedenleri PPB'nde açıklanmaktadır. Ayrıca MB ile Hükümet arasındaki anlaşmanın Başkan'a verdiği yetki sonucunda; Banka Yönetim Kurulu, başarısız olması halinde Maliye Bakanı'ndan Başkan'ı degistirmesini isteyebilir.)	Var	Yayımlanmamaktadır.	Model yayımlanmamaktadır. Modelden elde edilen sonuçlar yayımlanmaktadır.
<i>Norveç</i>	Yok	Var	PPR (yılıda 3 kez)	Yok	Yok	Yayımlanmamasına rağmen toplantı sonrasındaki basın açıklamalarında, toplantıda ele alınan konulara ve farklı görüşlere yer verilmektedir.	Modellere temel teşkil eden denklemler ve modellerin kullanım alanları yayımlanmaktadır.
<i>Peru</i>	Yok	Yok	ER (yılıda 3 kez), Parasal Programa İlişkin Bilgilendirici Notlar (aylık)	Yok (Hedeften sapma durumunda özel bir eylem planı yok. Ancak Enflasyon Raporu'nda hedeften sapma ile ilgili gerekli açıklamalar yapılır.)	Yok	Yayımlanmamaktadır.	Yayımlanmamaktadır.
<i>Filipinler</i>	Evet	Var	ER (3 aylık), Para Politikası Kılavuzu (guidelines), Para Politikası Uygulama Raporu (yıllık)	Var (MB Başkanı, Başbakan'a gönderdiği mektupta sapmanın nedenlerini ve hedefi tutturmak için alınan önlemleri belirtmektedir.)	Var	6 hafta sonra yayımlanmaktadır. Özetlerde güncel ekonomik gelişmeler, karara temel teşkil eden tahmin ve görüşlere yer verilmektedir.	Kullanılan modeller hakkında açıklamalar yapılmaktadır.
<i>Polonya</i>	Yok	Var	ER(3 aylık)	Yok (Hedeften sapma durumunda hukuki bir yükümlülüğü yok. Ancak MB, Parlamento'ya gerekli açıklamaları yapmaktadır.)	Var	Yayımlanmamaktadır. Ancak oylama sonuçları Enflasyon Raporu'nda yer almaktadır.	Yayımlanmaktadır.
<i>Romanya</i>	Yok	Yok	ER (3 aylık)	Yok (sapma durumunda hukuki bir sorumluluğu yok. Yıllık raporda gerekli açıklamalar yapılır.)	Var	Yayımlanmamaktadır.	Kullanılan modellere ilişkin çeşitli açıklamalar yapılmakta; ama modelin kendisi açıklanmamakta.

**Tablo 6.1 devam**

Ülkeler	Politika Tutanaklarının Yayınlanması	Parlamentoya Rapor	İletişim Araçları: Raporlar	Hedeften Önemli Sapmalar Olduğunda	Kaçış Yolları	İletişim Araçları: Toplantı Özetleri	Modelin Yayınlanması
<i>Slovak Cum.</i>	Yok	Yok	-	Yok	Var	-	-
<i>Güney Afrika</i>	Yok	Yok	PPR (6 aylık), PPB (2 aylık)	Yok (Hedeften sapma durumunda özel bir eylem planı yok. Ancak MB, Parlamento'yu Para Politikası uygulamaları hakkında düzenli olarak bilgilendirmektedir. Hedeften sapma durumunda da bu uygulama geçerli.)	Var	Yayımlanmamaktadır.	Yayımlanmamaktadır.
<i>İsveç</i>	Evet	Var	ER (3 aylık)	Var (Hedeften sapma durumunda özel bir eylem planı yok. Ancak MB'nın Parlamento'ya yılda iki kez rapor sunması ve yayımlanan ER bu kapsamdadır. Hedeften sapma durumunda 2 yıl içinde hedefe tekrar yakınsanması gerekmektedir.)	Var	Toplantıdan sonra iki hafta içinde yayımlanmaktadır. Özetler toplantıda tartışılan konuları, tartışmalara temel teşkil eden raporları ve kurul üyeleri tarafından yapılan yorumları kapsar.	"Working Paper"larda yayımlanmaktadır.
<i>Tayland</i>	Yok	Yok	ER (3 aylık)	Var (PPK, hedeften sapmanın nedenleri, hedefi yakalamak için alınması gereken önlemleri ve buna ilişkin gerekli süreyi kamuoyuna açıklamakla yükümlüdür.)	Yok	Yayımlanmamaktadır.	Yayımlanmaktadır.
<i>Türkiye</i>	Evet	Yok	ER (3 aylık)	Var (Belirgin sapma durumunda ER ve sunumlarla Kamuoyuna açıklama yapılacaktır. Aşırı sapma ( $\pm 2$ ) durumunda Hükümete rapor sunulacak ve kamuoyuna açıklama yapılacaktır.)	Yok	5 iş günü içinde yayımlanmaktadır. Özetlerde; ekonomiye, enflasyon ve görünüme ilişkin değerlendirmelere yer verilecektir.	Bu aşamada bir model yayımlanmayacaktır.
<i>İngiltere</i>	Evet	Var	ER (3 aylık)	Var (MB Başkanı tarafından Başbakan'a gönderilen mektup (open letter) ile sapmanın nedenleri ve hedefi yakalamak için alınan önlemler belirtilmektedir.)	Yok	Toplantıdan sonraki ikinci hafta içinde yayımlanmaktadır. Özetlerde toplantıda ele alınan ekonomik görünüme, farklı görüşlere ve oylama sonuçlarına yer verilmektedir.	Yayımlanmaktadır.

**Kaynak:** Heenan, Peter ve Roger (2006: p.12), Serdengeçti (2005a: 34-39), Ülke merkez bankalarının internet sayfaları. **Notlar;** ER: Enflasyon Raporu, PPR: Para Politikası Raporu, PPK: Para Politikası Kurulu, PPB: Para Politikası Bildirisi

**Tablo 6.2 Merkez Bankası Karar Alma Mekanizması**

Ülkeler	Karar Mercii	Üye Sayısı	Toplantı Sıklığı (Yıllık Toplantı Sayısı) <sup>a</sup>	Faiz Kararları ve Buna İlişkin Toplantılar	Faiz Kararlarının Açıklanması
<i>Avustralya</i>	Banka Meclisi	9	12 (aylık)	Yılda 11 defa (Ocak ayı hariç) her ayın ilk Salı günü toplanmaktadır. Toplantı takvimi yıllık olarak önceden açıklanmaktadır.	Toplantının ertesi günü genellikle saat 9.30'da.
<i>Brezilya</i>	Para Politikası Komitesi	9	8	Ayda bir toplanmaktadır. Tarihler önceden açıklanmaktadır.	Toplantı bitiminde. Oylama sonucu da açıklanmaktadır.
<i>Kanada</i>	Yönetim Kurulu	6	8	Yılda 8 defa toplanmaktadır. Tarihler önceden açıklanmaktadır.	Toplantının ertesi günü saat 9.00'da.
<i>Şili</i>	Banka Yönetim Kurulu	5	12	Ayda bir toplanmaktadır. Toplantı takvimi 6 ay öncesinden açıklanmaktadır.	Toplantı sonrasında aynı gün.
<i>Kolombiya</i>	Banka Yönetim Kurulu	7	12	Yaklaşık olarak ayda bir defa toplanmaktadır. Tarihler önceden açıklanmaktadır.	Toplantıdan sonraki ilk işgününde.
<i>Çek Cum.</i>	Banka Meclisi	7	12	Her ayın son Perşembe günü toplanmaktadır. Toplantı takvimi 6 ay öncesinden açıklanmaktadır.	Toplantı bitiminde.
<i>Macaristan</i>	Para Kurulu	5-9	12	Ayda bir defa toplanmaktadır. Tarihler önceden açıklanmaktadır.	Toplantı sonrasında aynı gün saat 14.00'de.
<i>İzlanda</i>	Başkanlar Kurulu	3	6	Ortalama ayda bir defa toplanmaktadır.	Toplantı sonrasında aynı gün.
<i>Endonezya</i>	Başkanlar Kurulu	6-9	12		
<i>İsrail</i>	Merkez Bankası Başkanı <sup>b</sup>	Danışma Kurulu	12	Ayda bir toplanmaktadır. Tarihler önceden açıklanmaktadır.	Toplantı sonrasında aynı gün.
<i>Kore</i>	Para Politikası Komitesi	7	12	Her ayın ikinci perşembesi toplanmaktadır. Tarihler önceden açıklanmaktadır.	Toplantı bitiminde.
<i>Meksika</i>	Başkanlar Kurulu	5	12	Ayda bir defa toplanmaktadır. Tarihler en az üç ay önceden açıklanmaktadır.	Toplantının ertesi günü saat 9.00'da.
<i>Yeni Zelanda</i>	Merkez Bankası Başkanı	10	8	Yılda 8 defa karar alınmaktadır.	1 yıl öncesinden açıklanan tarihlerde saat 9.00'da.
<i>Norveç</i>	Banka Yönetim Kurulu	7	8	6 haftada bir toplanmaktadır. Toplantı takvimi yıllık olarak önceden açıklanmaktadır.	Toplantı sonrasında aynı gün saat 14.00'de.
<i>Peru</i>	Banka Yönetim Kurulu	7	12	Her ayın ilk perşembe günü toplanmaktadır. Tarihler önceden açıklanmaktadır.	Toplantı sonrasında aynı gün.

**Tablo 6.2 devam**

Ülkeler	Karar Mercii	Üye Sayısı	Toplantı Sıklığı (Yıllık Toplantı Sayısı) <sup>a</sup>	Faiz Kararları ve Buna İlişkin Toplantılar	Faiz Kararlarının Açıklanması
<i>Filipinler</i>	Para kurulu	7	8	Her 4 haftada bir toplanması nedeniyle yılda 13 kez toplanmaktadır. Toplantı takvimi önceden açıklanmaktadır.	Toplantı sonrasında aynı gün.
<i>Polonya</i>	Para Politikası Kurulu	10	12	Ayda bir toplanmaktadır. Tarihler önceden açıklanmaktadır.	Toplantı sonrasında aynı gün.
<i>Romanya</i>	Banka Yönetim Kurulu	9	12	Önceden açıklanan tarihlerde toplanmaktadır.	Toplantı sonrasında aynı gün.
<i>Slovak</i>	Banka Meclisi		12		
<i>Cum.</i>					
<i>Güney</i>	Para Politikası Komitesi	8	6	Yılda 6 defa toplanmaktadır. Toplantı takvimi önceden açıklanmaktadır.	Toplantı sonrasında aynı gün saat 15.00'de.
<i>Afrika</i>					
<i>İsveç</i>	Banka Yönetim Kurulu	6	8	Yılda 8 defa toplanmaktadır. Toplantı takvimi 6 ay önceden açıklanmaktadır.	Toplantının ertesi günü saat 09.30'da.
<i>Tayland</i>	Para Politikası Komitesi	7	8	6 haftada bir toplanmaktadır. Tarihler önceden açıklanmaktadır.	Toplantı sonrasında aynı gün.
<i>Türkiye</i>	<b>Para Politikası Komitesi</b>	<b>5</b>	<b>12</b>	<b>Ayda bir toplanmaktadır. Toplantı takvimi yıllık olarak önceden açıklanacaktır.</b>	<b>Toplantı sonrasında aynı gün saat 17.00 - 19.00 arası yapılacaktır.</b>
<i>İngiltere</i>	Para Politikası Komitesi	9	12	Ayda bir toplanmaktadır. Tarihler önceden açıklanmaktadır.	Toplantı sonrasında aynı gün saat 12.00'de.

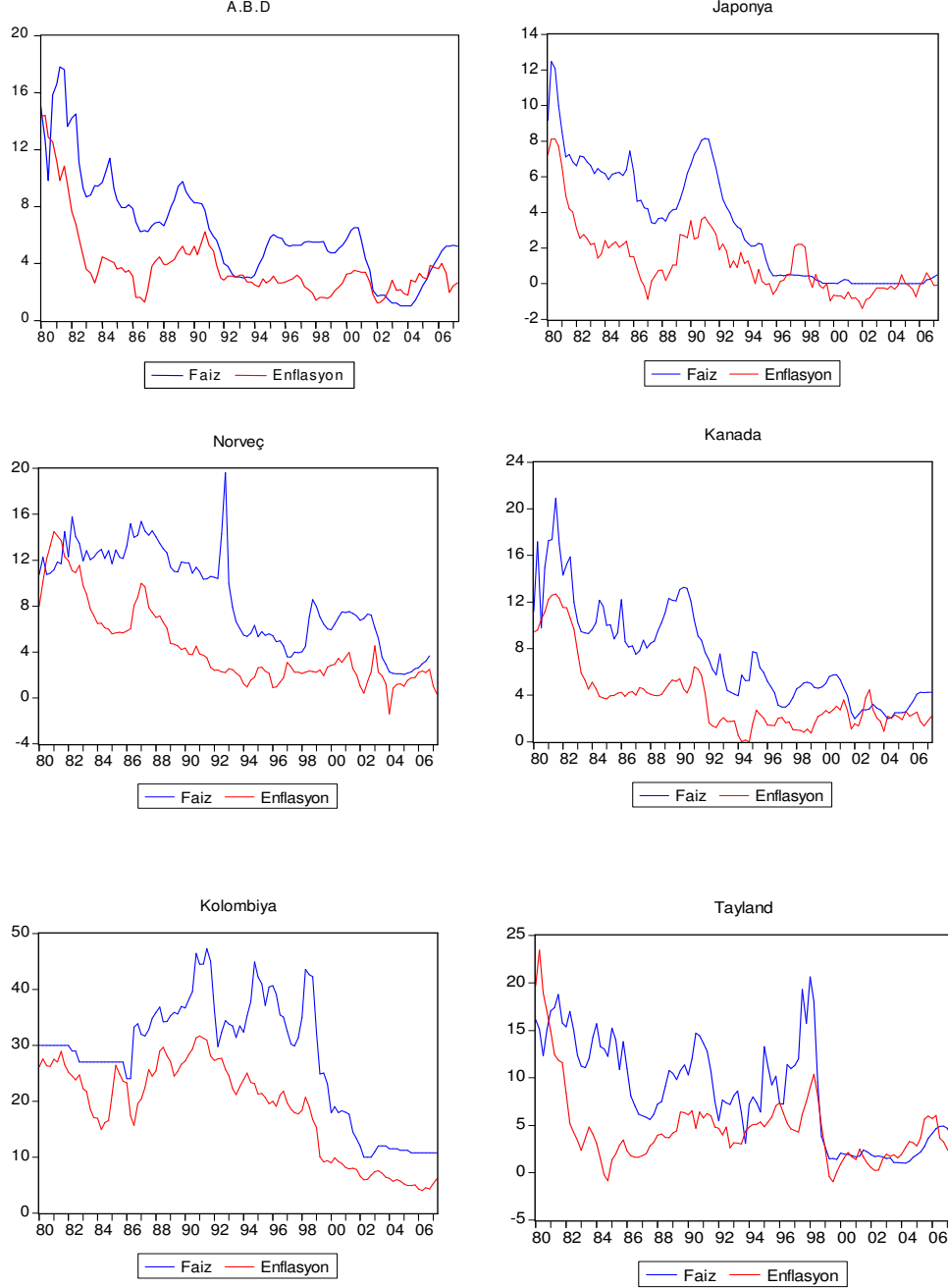
**Kaynak:** Heenan, Peter ve Roger (2002: p.13), Serdengeçti (2005a: 31-33), Ülke merkez bankalarının internet sayfaları.

<sup>a</sup> Hemen hemen tüm ülkelerde, toplantılar eğer gerekirse daha sık yapılabilmektedir.

<sup>b</sup> Para politikası komitesinin tavsiyesi ile.

**EK-2:**

**Grafik 6.1 Enflasyonu Hedefleyen ve Hedeflemeyen Ülkelerde Kısa Vadeli Faiz – Enflasyon İlişkisi (1980:1 – 2007:2 Dönemi)<sup>93</sup>**



**Kaynak:** IFS'den alınan veriler ile hazırlanmıştır.

<sup>93</sup> Grafiklerde kısa vadeli faiz ve enflasyon ilişkisini göstermek üzere, hedefleme yapan (gelişmiş ve gelişmekte olan) ve yapmayan her örneklem grubundan 2 ülke örnek olarak sunulmuştur.

**VAR Modeli**<sup>94</sup>

$y_t$  ve  $z_t$  değişkenlerinin yer aldığı iki değişkenli bir durumu düşünerek,  $y_t$ 'nin,  $z_t$ 'nin cari ve geçmiş değerlerinden,  $z_t$ 'nin de,  $y_t$ 'nin cari ve geçmiş değerlerinden etkilendiğini varsayalım. Şimdi, basit iki değişkenli sistemi ele alalım:

$$y_t = b_{10} - b_{12}z_t + \gamma_{11}y_{t-1} + \gamma_{12}z_{t-1} + \varepsilon_{yt} \quad (1.1)$$

$$z_t = b_{20} - b_{21}y_t + \gamma_{21}y_{t-1} + \gamma_{22}z_{t-1} + \varepsilon_{zt} \quad (1.2)$$

Burada,  $y_t$  ve  $z_t$  durağan oldukları varsayılan iki değişken,  $\varepsilon_{yt}$  ve  $\varepsilon_{zt}$  ise beklenen değeri sıfır, sabit varyansa sahip ve aralarında otokorelasyonun olmadığı varsayılan beyaz gürültü hata terimleridir. Denklem (1.1) ve (1.2), en uzun gecikme uzunluğu bir olduğu için *birinci mertebeden VAR* modelini oluşturmaktadır. Yukarıdaki eşanlı denklem sisteminden de görüldüğü üzere  $y_t$  ve  $z_t$  gecikmeli değerleri vasıtasıyla birbirleri ile etkileşim içerisindedir. Örneğin  $b_{12}$   $z_t$ 'deki bir birimlik değişmenin  $y_t$  üzerindeki eşzamanlı etkisini,  $\gamma_{21}$  ise  $y_{t-1}$ 'deki bir birimlik değişmenin  $z_t$  üzerindeki etkisini göstermektedir.  $\varepsilon_{yt}$  ve  $\varepsilon_{zt}$  terimleri, sırasıyla  $y_t$  ve  $z_t$  değişkenlerine olan şokları (innovations) temsil etmektedir. Eğer eşanlı denklem sistemindeki  $b_{21}$  katsayısı sıfırdan farklı ise  $\varepsilon_{yt}$ 'nin  $z_t$  üzerinde,  $b_{12}$  katsayısının sıfırdan farklı olması durumunda da  $\varepsilon_{zt}$ 'nin  $y_t$  üzerinde dolaylı bir eşzamanlı etkisi mevcuttur.

Denklem (1.1) ve (1.2),  $y_t$  değişkenininin  $z_t$  üzerinde ve  $z_t$  değişkeninin de  $y_t$  üzerinde *eşzamanlı* etkiye sahip olması nedeniyle, *indirgenmiş-kalıp denklemleri (reduced-form equations)* değildir. Bu şekilde, Denklem (1.1) ve (1.2) *yapısal VAR (SVAR)* denklemleri olarak nitelendirilmektedir. Bu yapısal VAR denklemlerini *standart VAR* denklemi haline getirmek için matris cebiri kullanılabilir:

---

<sup>94</sup> Bu bölüm, Enders (1995)'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

$$\begin{bmatrix} 1 & b_{12} \\ b_{21} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} b_{10} \\ b_{20} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \gamma_{11} & \gamma_{12} \\ \gamma_{21} & \gamma_{22} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_{t-1} \\ z_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{yt} \\ \varepsilon_{zt} \end{bmatrix}$$

veya,

$$Bx_t = \Gamma_0 + \Gamma_1 x_{t-1} + \varepsilon_t$$

olarak ifade edilebilir. Burada;

$$B = \begin{bmatrix} 1 & b_{12} \\ b_{21} & 1 \end{bmatrix}, x_t = \begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix}, \Gamma_0 = \begin{bmatrix} b_{10} \\ b_{20} \end{bmatrix}, \Gamma_1 = \begin{bmatrix} \gamma_{11} & \gamma_{12} \\ \gamma_{21} & \gamma_{22} \end{bmatrix}, \varepsilon_t = \begin{bmatrix} \varepsilon_{yt} \\ \varepsilon_{zt} \end{bmatrix} \text{ temsil}$$

etmektedir. Eşitliğin her iki tarafı  $B^{-1}$  ile çarpılırsa VAR modeli standart formda elde edilebilir:

$$x_t = A_0 + A_1 x_{t-1} + e_t \quad (1.3)$$

Burada;

$A_0 = B^{-1}\Gamma_0$ ,  $A_1 = B^{-1}\Gamma_1$ ,  $e_t = B^{-1}\varepsilon_t$  temsil etmektedir.  $a_{i0}$  katsayısını  $A_0$  vektörünün  $i$ . ögesi,  $a_{ij}$  katsayısını  $A_1$  matrisinin  $i$ . satırı ve  $j$ . sütunundaki ögesi ve  $e_{it}$  katsayısını  $e_t$  vektörünün  $i$ . ögesi olarak tanımlayabiliriz. Bu yeni notasyonlarla;

$$y_t = a_{10} + a_{11}y_{t-1} + a_{12}z_{t-1} + e_{1t} \quad (1.4)$$

$$z_t = a_{20} + a_{21}y_{t-1} + a_{22}z_{t-1} + e_{2t} \quad (1.5)$$

standart formdaki VAR modeli elde edilir. Burada  $e_{1t}$  ve  $e_{2t}$  hata terimleri  $\varepsilon_{yt}$  ve  $\varepsilon_{zt}$  şoklarının her ikisini de içermektedir ve  $e_t = B^{-1}\varepsilon_t$  olduğu düşünüldüğünde,

$$e_{1t} = (\varepsilon_{yt} - b_{12}\varepsilon_{zt}) / (1 - b_{12}b_{21}) \quad \text{ve} \quad e_{2t} = (\varepsilon_{zt} - b_{21}\varepsilon_{yt}) / (1 - b_{12}b_{21})$$

olarak hesaplanmaktadır.

Böyle bir eşanlı denklem sistemi ile tanımlanan VAR modelinde hata terimlerine verilen dışsal bir şokun diğer değişkenler üzerindeki doğrudan ve dolaylı geri besleme etkilerinin görülebilmesi için etki-tepki fonksiyonu analizi yapılmaktadır. Bilindiği üzere, tahmin edilen VAR modelinden elde edilen katsayılarının tek tek yorumlanması oldukça güçtür. Hesaplanan katsayıları yorumlamanın güçlüğüne aşmanın iki yolu

vardır: i) etki-tepki analizi ve ii) varyans ayrıştırma yöntemi. Şimdi bu iki yönteme kısaca değinilecektir.

➤ **Etki-Tepki Fonksiyonları**

Etki-tepki fonksiyonları ile değişkenlerin hata terimlerinde meydana gelen şoklara karşı ne yönde tepki verdikleri ve sözü edilen şoktan sonra uzun dönem denge değerlerine kaç dönem sonra ulaştıkları tespit edilebilmektedir. Bu yönüyle etki-tepki fonksiyonları tüm değişkenlerin birbirlerini etkiledikleri bir sistemde, ekonomide uygulanacak çeşitli politikaların olası etkilerinin tahmin edilmesinde yaygın bir şekilde kullanılmaktadır.

(1.4) ve (1.5) nolu standart VAR modelinin matris şeklindeki gösterimi aşağıdaki gibidir.

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} a_{10} \\ a_{20} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} \\ a_{21} & a_{22} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_{t-1} \\ z_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} e_{1t} \\ e_{2t} \end{bmatrix} \quad (1.6)$$

şeklinde.  $x_t = A_0 + A_1 x_{t-1} + e_t$  geriye doğru yinelendiğinde,

$$x_t = A_0 + A_1(A_0 + A_1 x_{t-2} + e_{t-1}) + e_t = (I + A_1)A_0 + A_1^2 x_{t-2} + A_1 e_{t-1} + e_t$$

Burada,  $I = 2 \times 2$  birim matrisdir.  $n$  yinelemeden sonra,

$$x_t = (I + A_1 + \dots + A_1^n)A_0 + \sum_{i=0}^{n-1} A_1^i e_{t-i} + A_1^{n+1} x_{t-n-1}$$

Burada,  $\mu = \begin{bmatrix} \bar{y} \\ \bar{z} \end{bmatrix}$  ve

$$\bar{y} = \frac{[a_{10}(1 - a_{22}) + a_{12}a_{20}]}{\Delta}, \quad \bar{z} = \frac{[a_{20}(1 - a_{11}) + a_{21}a_{10}]}{\Delta},$$

$\Delta = (1 - a_{11})(1 - a_{22}) - a_{12}a_{21}$  şeklinde tanımlanarak,

$$x_t = \mu + \sum_{i=0}^{\infty} A_1^i e_{t-i} \quad (1.7)$$

(1.7) nolu eşitlik elde edilir. Bu eşitlik aslında, (1.3)'te tanımlanan VAR modelinin vektör hareketli ortalamalar gösterimidir. Burada,  $y_t$  ve  $z_t$  değişkenleri,  $e_{1t}$  ve  $e_{2t}$  şoklarının cari ve geçmiş değerleri cinsinden açıklanır. (1.6) nolu matris denkleminde (1.7) nolu denklemi kullanırsak,

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} - \\ y \\ - \\ z \end{bmatrix} + \sum_{i=0}^{\infty} \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} \\ a_{21} & a_{22} \end{bmatrix}^i \begin{bmatrix} e_{1t-i} \\ e_{2t-i} \end{bmatrix} \quad (1.8)$$

denklemini elde ederiz. Denklem (1.7),  $y_t$  ve  $z_t$  serilerini  $e_{1t}$  ve  $e_{2t}$  cinsinden açıklar.

Daha önceden elde ettiğimiz,  $e_{1t} = (\varepsilon_{yt} - b_{12}\varepsilon_{zt}) / (1 - b_{12}b_{21})$  ve  $e_{2t} = (\varepsilon_{zt} - b_{21}\varepsilon_{yt}) / (1 - b_{12}b_{21})$  denklemlerinden,

$$\begin{bmatrix} e_{1t} \\ e_{2t} \end{bmatrix} = [1/(1 - b_{12}b_{21})] \begin{bmatrix} 1 & -b_{12} \\ -b_{21} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{yt} \\ \varepsilon_{zt} \end{bmatrix} \quad (1.9)$$

elde edilir. (1.8) ve (1.9) birleştirilirse,

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} - \\ y \\ - \\ z \end{bmatrix} + [1/(1 - b_{12}b_{21})] \sum_{i=0}^{\infty} \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} \\ a_{21} & a_{22} \end{bmatrix}^i \begin{bmatrix} 1 & -b_{12} \\ -b_{21} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{yt} \\ \varepsilon_{zt} \end{bmatrix} \quad (1.10)$$

eşitliği elde edilir. Eğer,  $\Phi_i = [A_1^i / (1 - b_{12}b_{21})] \begin{bmatrix} 1 & -b_{12} \\ -b_{21} & 1 \end{bmatrix}$  olarak tanımlanırsa, (1.8)

ve (1.9) eşitliklerinin hareketli ortalama gösterimi,  $\varepsilon_{yt}$  ve  $\varepsilon_{zt}$  cinsinden,

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} - \\ y \\ - \\ z \end{bmatrix} + \sum_{i=0}^{\infty} \begin{bmatrix} \Phi_{11}(i) & \Phi_{12}(i) \\ \Phi_{21}(i) & \Phi_{22}(i) \end{bmatrix}^i \begin{bmatrix} \varepsilon_{yt-i} \\ \varepsilon_{zt-i} \end{bmatrix} \quad (1.11) \text{ ya da daha basit olarak,}$$

$$x_t = \mu + \sum_{i=0}^{\infty} \Phi_i \varepsilon_{t-i} \quad (1.12)$$

şeklinde yazılabilir.

Hareketli ortalama gösterimi, özellikle  $y_t$  ve  $z_t$  serilerinin birbirleri arasındaki etkileşimi incelemek için kullanılan yararlı bir araçtır. (1.11) nolu eşitlikteki dört öge olan  $\Phi_{jk}(0)$  katsayıları **etki çarpanları (impact multipliers)**'dir. Örneğin,  $\Phi_{12}(0)$  katsayısı,  $\varepsilon_{zt}$  şokundaki (hata terimindeki) bir birimlik değişiminin  $y_t$  üzerindeki anlık etkisini göstermektedir. Benzer şekilde,  $\Phi_{11}(1)$  ve  $\Phi_{12}(1)$  katsayıları, sırasıyla  $\varepsilon_{yt-1}$  ve  $\varepsilon_{zt-1}$  şoklarındaki bir birimlik değişiminin  $y_t$  üzerindeki bir dönemlik etkisini gösterir.  $\varepsilon_{yt}$  ve  $\varepsilon_{zt}$  şoklarının kümülatif (birikimli) etkisi ise, etki-tepki fonksiyonlarının katsayılarının toplamıyla elde edilir. Örneğin,  $n$  period sonra,  $\varepsilon_{zt}$  şokunun  $y_{t+n}$  serisi üzerine etkisi  $\Phi_{12}(n)$  kadardır. Böylece  $n$  period sonra,  $\varepsilon_{zt}$  şokunun  $y_t$  serisi üzerine

kümülatif etkisi,  $\sum_{i=0}^n \Phi_{12}(i)$  olur. Sonuç olarak,  $\Phi_{11}(i)$ ,  $\Phi_{12}(i)$ ,  $\Phi_{21}(i)$  ve  $\Phi_{22}(i)$

katsayıları etki tepki fonksiyonları olarak adlandırılır.

### ➤ *Varyans Ayrıştırması*

Vektör hareketli ortalama ve VAR modelleri tamamen aynı bilgiyi içerirler, fakat öngörü hatalarının (forecast errors) özelliklerini  $\varepsilon_t$  serisi cinsinden tanımlamak uygundur. Eğer (1.12) nolu denklemi  $x_{t+i}$ 'i öngörmek için kullanırsak, bir adım sonraki öngörü öngörü hatası  $\Phi_0 \varepsilon_{t+1}$  olur. Genel olarak,

$$x_{t+n} = \mu + \sum_{i=0}^{\infty} \Phi_i \varepsilon_{t+n-i}$$

böylece,  $n$ -dönemli öngörü hatası (yani  $x_{t+n} - E_t x_{t+n}$ ),

$$x_{t+n} - E_t x_{t+n} = \sum_{i=0}^{n-1} \Phi_i \varepsilon_{t+n-i}$$

olur. Sadece  $y_t$  serisini düşünürsek,  $n$ -dönem sonrası öngörü hatası,

$$y_{t+n} - E_t y_{t+n} = \Phi_{11}(0)\varepsilon_{y,t+n} + \Phi_{11}(1)\varepsilon_{y,t+n-1} + \dots + \Phi_{11}(n-1)\varepsilon_{y,t+1} + \Phi_{12}(0)\varepsilon_{z,t+n} + \Phi_{12}(1)\varepsilon_{z,t+n-1} + \dots + \Phi_{12}(n-1)\varepsilon_{z,t+1}$$

olur.  $y_{t+n}$ 'nin n-dönem sonraki öngörü hata varyansı  $\sigma_y(n)^2$  olarak gösterilirse,

$$\sigma_y(n)^2 = \sigma_y^2[\Phi_{11}(0)^2 + \Phi_{11}(1)^2 + \dots + \Phi_{11}(n-1)^2] + \sigma_z^2[\Phi_{12}(0)^2 + \Phi_{12}(1)^2 + \dots + \Phi_{12}(n-1)^2]$$

bulunur.  $\Phi_{jk}(i)^2$  katsayılarının değerlerinin negatif olamayacağı düşünüldüğünde, öngörü dönemi  $n$  arttıkça öngörü hata varyansı da artacaktır. Burada, şokların her birinin yol açtığı n-dönem sonrası öngörü hata varyansını ayrıştırmak mümkündür.  $\varepsilon_{y,t}$  ve  $\varepsilon_{z,t}$  hata terimlerindeki şokların  $\sigma_y(n)^2$  varyansındaki payları sırasıyla,

$$\frac{\sigma_y^2[\Phi_{11}(0)^2 + \Phi_{11}(1)^2 + \dots + \Phi_{11}(n-1)^2]}{\sigma_y(n)^2} \text{ ve } \frac{\sigma_z^2[\Phi_{12}(0)^2 + \Phi_{12}(1)^2 + \dots + \Phi_{12}(n-1)^2]}{\sigma_y(n)^2}$$

olacaktır.

### Öngörü hata varyans ayrıştırması (forecast error variance decomposition),

bize bir serideki değişimlerin yüzde kaçının kendi şoklarından, yüzde kaçının diğer değişkenlerdeki şoklar nedeniyle ortaya çıktığını gösterir. Eğer  $\varepsilon_{z,t}$  hata terimlerindeki şoklar, tüm öngörü dönemlerinde  $y_t$  serisinin öngörü hata varyansının hiçbir bölümünü açıklayamıyorsa, o zaman  $y_t$  serisinin egzogen (dışsal) olduğunu söyleyebiliriz. Böyle bir durumda,  $y_t$  serisi  $\varepsilon_{z,t}$  şoklarından ve  $z_t$  serisinden bağımsızdır. Buna karşılık, eğer  $\varepsilon_{z,t}$  şokları, tüm öngörü dönemlerinde  $y_t$  serisinin öngörü hata varyansının tamamını da açıklayabilir. Böyle bir durumda da  $y_t$  serisinin tamamen endojen (içsel) olduğunu söyleyebiliriz. Uygulamalı araştırmada, bir değişken tipik olarak, kendi öngörü hata varyansının kısa dönemlerde neredeyse tamamını, uzun dönemlerde ise daha küçük paylarını açıklamaktadır. Böyle bir yapı, eğer  $\varepsilon_{z,t}$  şoklarının  $y_t$  üzerindeki eş zamanlı etkisinin küçük olması durumunda beklenir.

**➤ Dickey-Fuller ve ADF(Augmented Dickey Fuller) Testi**

Durağanlık sınamalarında en çok kullanılan yöntem birim kök sınamasıdır. Elimizde Y olarak göstereceğimiz bir seri olsun. Y serisinin aşağıdaki gibi oluştuğunu varsayalım.

$$y_t = \rho y_{t-1} + u_t \quad (1.13)$$

Burada  $u_t$ , klasik varsayıma uyan, yani ortalaması sıfır, varyansı değişmeyen ve ardışık bağımlı olmayan olasılıklı hata terimidir. Böyle bir hata terimi beyaz gürültü (White noise) hata terimi olarak anılır (Gujarati, 2001: 718). Bu eşitlikte, söz konusu değişken kendi gecikmeli değerine göre açıklandığından ve gecikme uzunluğu sadece bir dönemle sınırlı kaldığından; burada bir AR(1) süreçten söz edilmektedir.  $Y_{t-1}$  teriminin katsayısı bir e eşitse birim kök sorunuyla yani durağan olmama ile karşı karşıyayız demektir. Birim kökü olan bir zaman serisi, zaman serisi ekonometrisinde bir rassal yürüyüş (random walk) diye bilinir. Rassal yürüyüş durağan olmayan zaman serisi örneğidir. Bu durum ise  $y_t$ ' nin bir önceki dönem değerinden, sadece hata terimi kadar farklı olduğunu yani serinin durağan olmadığını göstermektedir. Eğer (1.13) numaralı eşitliğin her iki yanından da  $y_{t-1}$  çıkarılırsa;

$$\Delta y_t = (\rho - 1)y_{t-1} + u_t \quad (1.14)$$

elde edilecektir. Burada  $(\rho-1)=\lambda$  olarak kabul edilirse (1.14) numaralı eşitlik şu şekli alacaktır:

$$\Delta y_t = \lambda y_{t-1} + u_t \quad (1.15)$$

Burada  $\rho=1$  olması  $\lambda=0$  anlamına gelmektedir. (1.13) ve (1.14) numaralı eşitlikler aslında aynıdır. Sadece matematiksel bir dönüşüm yapılmıştır. Bu sebeple  $\rho=1$  olması ile  $\lambda=0$  olması aynı durumu ifade etmektedir.

Dickey-Fuller testi  $\lambda$  nün sıfıra eşit olup olmadığını test eder. Dickey-Fuller testinde temel hipotez ( $h_0$  hipotezi)  $\lambda=0$  biçiminde kurulur. Burada  $\lambda=0$  olması (veya aynı anlama gelen  $\rho=1$  olması durumu) serinin birim köke sahip olduğu anlamına gelir. Yani temel hipotez reddedilemezse seri durağan değildir.  $\lambda=0$  olduğu durumda  $\Delta y_t = u_t$  olacaktır. Burada  $u_t$  klasik varsayımları sağlayan hata terimi olduğundan,  $y_t$ 'nin, düzey olarak değil fakat birinci farkı alındığında durağan hale geldiği söylenebilmektedir. Bu şekilde, birinci farkları alınarak durağan hale getirilen serilere, “birinci dereceden entegre (bütünleşik)” seriler denir ve  $I(1)$  şeklinde gösterilir. Eğer söz konusu seri,  $d$  sefer farkı alınarak durağanlaştırılabilirse,  $d$  inci dereceden bütünleşik bir seridir denir ve  $I(d)$  olarak gösterilir.

Dickey-Fuller testinde alternatif hipotez ise  $\lambda$  nün sıfıra eşit olmaması şeklinde kurulur. Eğer alternatif hipotez kabul edilirse seri durağandır denir. Bu durumda seri  $I(0)$  olarak gösterilir. Bu ifade serinin düzey halde durağan olduğunu belirtir.

Dickey-Fuller testini yaparken temel hipotez veya alternatif hipotez arasında karar verirken karar kriteri olarak (1.15) numaralı denklemdaki  $y_{t-1}$  değişkeninin  $t$  istatistik değeri, belirli bir anlam seviyesiyle Dickey-Fuller tablo değerlerinden uygun olan tablo değerleri ile karşılaştırılır. Eğer  $t$  istatistiğinin mutlak değeri Dickey-Fuller mutlak eşik  $t$  değerinden büyükse verilmiş zaman serisinin durağan olduğu ileri süren önsavı reddetmeyiz. Öte yandan  $t$  istatistiği eşik değerinin altında ise zaman serisi durağan değildir (Gujarati, 2001: 720).

Gerek kuramsal gerek uygulama nedenleri ile Dickey-Fuller sınaması aşağıdaki kalıplardaki regresyonlara uygulanır;

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} + u_t \quad (1.16)$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \lambda Y_{t-1} + u_t \quad (1.17)$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta t + \lambda Y_{t-1} + u_t \quad (1.18)$$

(1.17) numaralı denklemde sabit terim; (1.18) numaralı denklemde ise hem sabit terim hem de trend yer almaktadır. Dickey Fuller yaptıkları Monte Carlo çalışması ile (1.16), (1.17) ve (1.18) durumları için % 1 , % 5 ve % 10 anlamlılık düzeyleri için eşik değerlerini tablolaştırmışlardır (Dickey ve Fuller: 1979).

Dickey ve Fuller testi sonuçlarının güvenilirliği için  $u_t$  hata terimi beyaz gürültü hata terimi olmalıdır. Bunun için serinin ortalaması sıfır, varyansı sabit olmalı ve seride oto korelasyon olmamalıdır. Eğer seride oto korelasyon varsa bu sorun testin tüm güvenilirliğini ortadan kaldırmaktadır. Hata teriminde oto korelasyon varsa bunu düzeltmek için denklemin sağ tarafına bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri eklenir. Bu şekilde ADF (Augmented Dickey Fuller – Genişletilmiş Dickey Fuller) testine ulaşılmış olur. (1.16), (1.17) ve (1.18) numaralı eşitlikler bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri eklenerek aşağıdaki gibi ifade edilir.

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} + u_t + \theta_i \sum \Delta Y_{t-i} \quad (1.19)$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \lambda Y_{t-1} + u_t + \theta_i \sum \Delta Y_{t-i} \quad (1.20)$$

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta t + \lambda Y_{t-1} + u_t + \theta_i \sum \Delta Y_{t-i} \quad (1.21)$$

Uygun gecikme uzunluğu seçiminde temel amaç oto korelasyon sorununu ortadan kaldıran minimum gecikme uzunluğuna ulaşmaktır. Yukarıdaki eşitliklerde  $i$  indisi oto korelasyon sorununu kaldıran gecikme sayısını belirtir. Gecikme uzunluğunun nasıl tespit edileceği konusunda belli kriterlerden faydalanılır. Bu kriterler arasında uygulamalı analizlerde en çok kullanılanları Akaike Bilgi Kriteri (AIC), Schwarz Bilgi Kriteri (SC), Hannan-Quinn (HQ) bilgi kriterleridir ve Akaike'nin Final Prediction Error (FPE) kriteridir. Ampirik analizlerde bu kriterleri en küçük yapan gecikme değeri gecikme uzunluğu olarak alınır.

ADF testinde karar verme süreci yukarıda anlattığımız Dickey-Fuller testi ile aynıdır.  $Y_{t-1}$  değişkeninin hesaplanan  $t$  istatistiği, Dickey ve Fuller tablo değerleri ile karşılaştırılır. Mutlak değer olarak hesaplanan  $t$  istatistiği, mutlak eşik tablo değerinden daha küçük ise  $h_0$  temel hipotezi reddedilemez yani serinin birim köke sahip olduğu;

durağan olmadığı söylenir. Hesaplanan t istatistiği mutlak değer olarak eşik tablo değerinden daha küçük ise  $h_0$  temel hipotezi reddedilir. Yani bu durumda serinin durağan olduğu söylenir.

**EK-5****Tablo 6.3 VAR Hata Terimi Korelasyon Matrisi (Alternatif Sıralamalarda)**

<b>Sıralama 1</b>						
<b>1. DÖNEM</b>	DDLNPT	INTR	DDOLL	DLNEX	DLNRGDPSA	DLNTUFESA
DDLNPT	1.000000	-0.017042	0.113174	0.105674	0.064018	0.005962
INTR	-0.017042	1.000000	0.215557	0.170417	-0.017439	0.012039
DDOLL	0.113174	0.215557	1.000000	0.468919	-0.113344	0.132949
DLNEX	0.105674	0.170417	0.468919	1.000000	-0.166049	0.327706
DLNRGDPSA	0.064018	-0.017439	-0.113344	-0.166049	1.000000	-0.257106
DLNTUFESA	0.005962	0.012039	0.132949	0.327706	-0.257106	1.000000
<b>2. DÖNEM</b>	DDLNPT	INTR	DDOLL	DLNEX	DLNRGDPSA	DLNTUFESA
DDLNPT	1.000000	-0.016001	0.135344	0.139880	0.054574	0.019695
INTR	-0.016001	1.000000	0.202753	0.147443	-0.009991	0.022959
DDOLL	0.135344	0.202753	1.000000	0.452657	-0.108045	0.141401
DLNEX	0.139880	0.147443	0.452657	1.000000	-0.132349	0.320827
DLNRGDPSA	0.054574	-0.009991	-0.108045	-0.132349	1.000000	-0.246638
DLNTUFESA	0.019695	0.022959	0.141401	0.320827	-0.246638	1.000000
<b>Sıralama 2</b>						
<b>1. DÖNEM</b>	DDLNPT	DLNRGDPSA	INTR	DDOLL	DLNEX	DLNTUFESA
DDLNPT	1.000000	0.064018	-0.017042	0.113174	0.105674	0.005962
DLNRGDPSA	0.064018	1.000000	-0.017439	-0.113344	-0.166049	-0.257106
INTR	-0.017042	-0.017439	1.000000	0.215557	0.170417	0.012039
DDOLL	0.113174	-0.113344	0.215557	1.000000	0.468919	0.132949
DLNEX	0.105674	-0.166049	0.170417	0.468919	1.000000	0.327706
DLNTUFESA	0.005962	-0.257106	0.012039	0.132949	0.327706	1.000000
<b>2. DÖNEM</b>	DDLNPT	DLNRGDPSA	INTR	DDOLL	DLNEX	DLNTUFESA
DDLNPT	1.000000	0.054574	-0.016001	0.135344	0.139880	0.019695
DLNRGDPSA	0.054574	1.000000	-0.009991	-0.108045	-0.132349	-0.246638
INTR	-0.016001	-0.009991	1.000000	0.202753	0.147443	0.022959
DDOLL	0.135344	-0.108045	0.202753	1.000000	0.452657	0.141401
DLNEX	0.139880	-0.132349	0.147443	0.452657	1.000000	0.320827
DLNTUFESA	0.019695	-0.246638	0.022959	0.141401	0.320827	1.000000
<b>Sıralama 3</b>						
<b>1. DÖNEM</b>	DDLNPT	DDOLL	DLNEX	INTR	DLNRGDPSA	DLNTUFESA
DDLNPT	1.000000	0.113174	0.105674	-0.017042	0.064018	0.005962
DDOLL	0.113174	1.000000	0.468919	0.215557	-0.113344	0.132949
DLNEX	0.105674	0.468919	1.000000	0.170417	-0.166049	0.327706
INTR	-0.017042	0.215557	0.170417	1.000000	-0.017439	0.012039
DLNRGDPSA	0.064018	-0.113344	-0.166049	-0.017439	1.000000	-0.257106
DLNTUFESA	0.005962	0.132949	0.327706	0.012039	-0.257106	1.000000
<b>2. DÖNEM</b>	DDLNPT	DDOLL	DLNEX	INTR	DLNRGDPSA	DLNTUFESA
DDLNPT	1.000000	0.135344	0.139880	-0.016001	0.054574	0.019695
DDOLL	0.135344	1.000000	0.452657	0.202753	-0.108045	0.141401
DLNEX	0.139880	0.452657	1.000000	0.147443	-0.132349	0.320827
INTR	-0.016001	0.202753	0.147443	1.000000	-0.009991	0.022959
DLNRGDPSA	0.054574	-0.108045	-0.132349	-0.009991	1.000000	-0.246638
DLNTUFESA	0.019695	0.141401	0.320827	0.022959	-0.246638	1.000000

Tablo 6.4 Tahmin Edilen VAR Modelinin Matematiksel Formu <sup>a</sup>

$$\begin{aligned}
\text{dlnM1}_t &= \alpha_{10} + \alpha_{11} \text{dlnM1}_{t-1} + \alpha_{12} \text{intr}_{t-1} + \alpha_{13} \text{ddoll}_{t-1} + \alpha_{14} \text{dlnex}_{t-1} + \alpha_{15} \text{dlnrgdpsa}_{t-1} + \alpha_{16} \text{dlnüfesa}_{t-1} + \alpha_{17} \text{D1} + \\
&\quad \beta_{11} \text{dlnM1}_{t-2} + \beta_{12} \text{intr}_{t-2} + \beta_{13} \text{ddoll}_{t-2} + \beta_{14} \text{dlnex}_{t-2} + \beta_{15} \text{dlnrgdpsa}_{t-2} + \beta_{16} \text{dlnüfesa}_{t-2} + \beta_{17} \text{D1} + \\
&\quad \delta_{11} \text{dlnM1}_{t-3} + \delta_{12} \text{intr}_{t-3} + \delta_{13} \text{ddoll}_{t-3} + \delta_{14} \text{dlnex}_{t-3} + \delta_{15} \text{dlnrgdpsa}_{t-3} + \delta_{16} \text{dlnüfesa}_{t-3} + \delta_{17} \text{D1} + e_{1t} \\
\text{intr}_t &= \alpha_{20} + \alpha_{21} \text{dlnM1}_{t-1} + \alpha_{22} \text{intr}_{t-1} + \alpha_{23} \text{ddoll}_{t-1} + \alpha_{24} \text{dlnex}_{t-1} + \alpha_{25} \text{dlnrgdpsa}_{t-1} + \alpha_{26} \text{dlnüfesa}_{t-1} + \alpha_{27} \text{D1} + \\
&\quad \beta_{21} \text{dlnM1}_{t-2} + \beta_{22} \text{intr}_{t-2} + \beta_{23} \text{ddoll}_{t-2} + \beta_{24} \text{dlnex}_{t-2} + \beta_{25} \text{dlnrgdpsa}_{t-2} + \beta_{26} \text{dlnüfesa}_{t-2} + \beta_{27} \text{D1} + \\
&\quad \delta_{21} \text{dlnM1}_{t-3} + \delta_{22} \text{intr}_{t-3} + \delta_{23} \text{ddoll}_{t-3} + \delta_{24} \text{dlnex}_{t-3} + \delta_{25} \text{dlnrgdpsa}_{t-3} + \delta_{26} \text{dlnüfesa}_{t-3} + \delta_{27} \text{D1} + e_{2t} \\
\text{ddoll}_t &= \alpha_{30} + \alpha_{31} \text{dlnM1}_{t-1} + \alpha_{32} \text{intr}_{t-1} + \alpha_{33} \text{ddoll}_{t-1} + \alpha_{34} \text{dlnex}_{t-1} + \alpha_{35} \text{dlnrgdpsa}_{t-1} + \alpha_{36} \text{dlnüfesa}_{t-1} + \alpha_{37} \text{D1} + \\
&\quad \beta_{31} \text{dlnM1}_{t-2} + \beta_{32} \text{intr}_{t-2} + \beta_{33} \text{ddoll}_{t-2} + \beta_{34} \text{dlnex}_{t-2} + \beta_{35} \text{dlnrgdpsa}_{t-2} + \beta_{36} \text{dlnüfesa}_{t-2} + \beta_{37} \text{D1} + \\
&\quad \delta_{31} \text{dlnM1}_{t-3} + \delta_{32} \text{intr}_{t-3} + \delta_{33} \text{ddoll}_{t-3} + \delta_{34} \text{dlnex}_{t-3} + \delta_{35} \text{dlnrgdpsa}_{t-3} + \delta_{36} \text{dlnüfesa}_{t-3} + \delta_{37} \text{D1} + e_{3t} \\
\text{dlnex}_t &= \alpha_{40} + \alpha_{41} \text{dlnM1}_{t-1} + \alpha_{42} \text{intr}_{t-1} + \alpha_{43} \text{ddoll}_{t-1} + \alpha_{44} \text{dlnex}_{t-1} + \alpha_{45} \text{dlnrgdpsa}_{t-1} + \alpha_{46} \text{dlnüfesa}_{t-1} + \alpha_{47} \text{D1} + \\
&\quad \beta_{41} \text{dlnM1}_{t-2} + \beta_{42} \text{intr}_{t-2} + \beta_{43} \text{ddoll}_{t-2} + \beta_{44} \text{dlnex}_{t-2} + \beta_{45} \text{dlnrgdpsa}_{t-2} + \beta_{46} \text{dlnüfesa}_{t-2} + \beta_{47} \text{D1} + \\
&\quad \delta_{41} \text{dlnM1}_{t-3} + \delta_{42} \text{intr}_{t-3} + \delta_{43} \text{ddoll}_{t-3} + \delta_{44} \text{dlnex}_{t-3} + \delta_{45} \text{dlnrgdpsa}_{t-3} + \delta_{46} \text{dlnüfesa}_{t-3} + \delta_{47} \text{D1} + e_{4t} \\
\text{dlnrgdpsa}_t &= \alpha_{50} + \alpha_{51} \text{dlnM1}_{t-1} + \alpha_{52} \text{intr}_{t-1} + \alpha_{53} \text{ddoll}_{t-1} + \alpha_{54} \text{dlnex}_{t-1} + \alpha_{55} \text{dlnrgdpsa}_{t-1} + \alpha_{56} \text{dlnüfesa}_{t-1} + \alpha_{57} \text{D1} + \\
&\quad \beta_{51} \text{dlnM1}_{t-2} + \beta_{52} \text{intr}_{t-2} + \beta_{53} \text{ddoll}_{t-2} + \beta_{54} \text{dlnex}_{t-2} + \beta_{55} \text{dlnrgdpsa}_{t-2} + \beta_{56} \text{dlnüfesa}_{t-2} + \beta_{57} \text{D1} + \\
&\quad \delta_{51} \text{dlnM1}_{t-3} + \delta_{52} \text{intr}_{t-3} + \delta_{53} \text{ddoll}_{t-3} + \delta_{54} \text{dlnex}_{t-3} + \delta_{55} \text{dlnrgdpsa}_{t-3} + \delta_{56} \text{dlnüfesa}_{t-3} + \delta_{57} \text{D1} + e_{5t} \\
\text{dlnüfesa}_t &= \alpha_{60} + \alpha_{61} \text{dlnM1}_{t-1} + \alpha_{62} \text{intr}_{t-1} + \alpha_{63} \text{ddoll}_{t-1} + \alpha_{64} \text{dlnex}_{t-1} + \alpha_{65} \text{dlnrgdpsa}_{t-1} + \alpha_{66} \text{dlnüfesa}_{t-1} + \alpha_{67} \text{D1} + \\
&\quad \beta_{61} \text{dlnM1}_{t-2} + \beta_{62} \text{intr}_{t-2} + \beta_{63} \text{ddoll}_{t-2} + \beta_{64} \text{dlnex}_{t-2} + \beta_{65} \text{dlnrgdpsa}_{t-2} + \beta_{66} \text{dlnüfesa}_{t-2} + \beta_{67} \text{D1} + \\
&\quad \delta_{61} \text{dlnM1}_{t-3} + \delta_{62} \text{intr}_{t-3} + \delta_{63} \text{ddoll}_{t-3} + \delta_{64} \text{dlnex}_{t-3} + \delta_{65} \text{dlnrgdpsa}_{t-3} + \delta_{66} \text{dlnüfesa}_{t-3} + \delta_{67} \text{D1}
\end{aligned}$$

<sup>a</sup> Matematiksel formu verilen bu model M1'li model 2. dönem içindir.

Burada;  $\alpha$ ,  $\beta$ , ve  $\delta$  tahmin edilen parametreleri göstermektedir.  $\alpha_{10}$ 'lar sabit terimleri ve D1 ise kukla değişkeni göstermek üzere, modeldeki egzojen değişkenler olarak yer almaktadır.

Tablo 6.5 Para Tabanı Modeli Birinci Dönem VAR Eviews 5.1 Çıktısı

Dönem: 1987:08 – 2005:12						
Gözlem Sayısı: 221						
Parantez ( ) içindeki değerler standart hataları, köşeli [ ] parantez içindeki değerler t-değerlerini vermektedir.						
	DDLNPT	INTR	DDOLL	DLNEX	DLNRGDPSA	DLNTUFESA
DDLNPT(-1)	-0.974224 (0.06971) [-13.9748]	-115.4591 (52.4661) [-2.20064]	1.044195 (2.67434) [ 0.39045]	-0.004325 (0.05339) [-0.08101]	0.014468 (0.02945) [ 0.49131]	-0.024516 (0.02300) [-1.06612]
DDLNPT(-2)	-0.609999 (0.09336) [-6.53386]	-143.1426 (70.2627) [-2.03725]	-4.443929 (3.58148) [-1.24081]	-0.095729 (0.07150) [-1.33886]	0.001580 (0.03944) [ 0.04007]	-0.036595 (0.03079) [-1.18833]
DDLNPT(-3)	-0.409958 (0.09678) [-4.23588]	-116.2751 (72.8386) [-1.59634]	-7.170638 (3.71278) [-1.93134]	-0.092643 (0.07412) [-1.24987]	0.001806 (0.04088) [ 0.04418]	-0.036077 (0.03192) [-1.13010]
DDLNPT(-4)	-0.399106 (0.09108) [-4.38205]	-142.3514 (68.5451) [-2.07676]	-7.556625 (3.49393) [-2.16279]	-0.069264 (0.06975) [-0.99300]	0.018896 (0.03847) [ 0.49117]	-0.051729 (0.03004) [-1.72188]
DDLNPT(-5)	-0.247482 (0.06651) [-3.72075]	-109.6237 (50.0585) [-2.18991]	-3.462867 (2.55162) [-1.35712]	0.000280 (0.05094) [ 0.00549]	0.034415 (0.02810) [ 1.22491]	-0.031546 (0.02194) [-1.43783]
INTR(-1)	0.000148 (8.9E-05) [ 1.64979]	0.217814 (0.06735) [ 3.23382]	-0.002415 (0.00343) [-0.70328]	0.000478 (6.9E-05) [ 6.97531]	-0.000115 (3.8E-05) [-3.03946]	0.000114 (3.0E-05) [ 3.85112]
INTR(-2)	8.39E-05 (0.00011) [ 0.76610]	0.379141 (0.08240) [ 4.60130]	-0.005924 (0.00420) [-1.41033]	7.25E-05 (8.4E-05) [ 0.86497]	-5.77E-05 (4.6E-05) [-1.24666]	5.07E-05 (3.6E-05) [ 1.40388]
INTR(-3)	3.10E-05 (0.00012) [ 0.26291]	-0.027467 (0.08864) [-0.30988]	0.000735 (0.00452) [ 0.16272]	-0.000250 (9.0E-05) [-2.77104]	0.000115 (5.0E-05) [ 2.31731]	-2.54E-05 (3.9E-05) [-0.65430]
INTR(-4)	-2.58E-05 (0.00011) [-0.23349]	-0.163257 (0.08310) [-1.96457]	0.004905 (0.00424) [ 1.15787]	0.000196 (8.5E-05) [ 2.32063]	-8.52E-06 (4.7E-05) [-0.18274]	-8.52E-06 (3.6E-05) [-0.23401]
INTR(-5)	-8.72E-05 (0.00011)	-0.037354 (0.07932)	0.006373 (0.00404)	-7.78E-05 (8.1E-05)	-4.24E-05 (4.5E-05)	-3.93E-05 (3.5E-05)

	[-0.82687]	[-0.47090]	[ 1.57614]	[-0.96419]	[-0.95317]	[-1.12903]
DDOLL(-1)	-0.004000 (0.00215) [-1.86035]	5.564435 (1.61817) [ 3.43873]	0.024039 (0.08248) [ 0.29145]	0.008365 (0.00165) [ 5.07987]	0.000595 (0.00091) [ 0.65494]	0.001808 (0.00071) [ 2.54869]
DDOLL(-2)	-0.001762 (0.00234) [-0.75304]	1.071313 (1.76054) [ 0.60851]	0.224756 (0.08974) [ 2.50454]	0.001102 (0.00179) [ 0.61503]	0.001053 (0.00099) [ 1.06599]	0.000838 (0.00077) [ 1.08580]
DDOLL(-3)	-0.003193 (0.00234) [-1.36508]	-3.833280 (1.76035) [-2.17757]	0.007109 (0.08973) [ 0.07923]	-0.000810 (0.00179) [-0.45243]	-0.000396 (0.00099) [-0.40046]	0.000436 (0.00077) [ 0.56497]
DDOLL(-4)	0.000569 (0.00238) [ 0.23947]	3.257097 (1.78823) [ 1.82140]	-0.268095 (0.09115) [-2.94121]	-0.007672 (0.00182) [-4.21589]	-0.000219 (0.00100) [-0.21848]	-0.002258 (0.00078) [-2.88052]
DDOLL(-5)	0.004302 (0.00234) [ 1.83684]	-4.286819 (1.76258) [-2.43213]	-0.003773 (0.08984) [-0.04199]	0.003043 (0.00179) [ 1.69682]	-0.001688 (0.00099) [-1.70643]	-0.000610 (0.00077) [-0.78964]
DLNEX(-1)	0.278129 (0.10744) [ 2.58874]	-78.68060 (80.8582) [-0.97307]	7.345925 (4.12157) [ 1.78231]	0.342121 (0.08228) [ 4.15787]	-0.077250 (0.04538) [-1.70220]	0.022826 (0.03544) [ 0.64411]
DLNEX(-2)	-0.083293 (0.10767) [-0.77358]	-24.76921 (81.0345) [-0.30566]	-5.074505 (4.13055) [-1.22853]	-0.198328 (0.08246) [-2.40509]	-0.066301 (0.04548) [-1.45776]	-0.035961 (0.03552) [-1.01252]
DLNEX(-3)	0.121134 (0.10274) [ 1.17905]	27.07128 (77.3210) [ 0.35012]	1.824671 (3.94127) [ 0.46297]	0.156804 (0.07868) [ 1.99286]	0.027936 (0.04340) [ 0.64372]	0.090152 (0.03389) [ 2.66025]
DLNEX(-4)	0.130849 (0.10038) [ 1.30355]	141.4123 (75.5455) [ 1.87188]	3.484830 (3.85076) [ 0.90497]	0.052537 (0.07688) [ 0.68340]	0.002690 (0.04240) [ 0.06344]	0.038683 (0.03311) [ 1.16830]
DLNEX(-5)	-0.045487 (0.08462) [-0.53756]	-13.16704 (63.6827) [-0.20676]	-2.405512 (3.24608) [-0.74105]	-0.154854 (0.06480) [-2.38955]	0.049121 (0.03574) [ 1.37430]	0.002899 (0.02791) [ 0.10387]
DLNRGDPSA(-1)	0.276905 (0.17787) [ 1.55679]	-361.6220 (133.864) [-2.70141]	1.190869 (6.82344) [ 0.17453]	0.374813 (0.13622) [ 2.75147]	-0.199742 (0.07513) [-2.65852]	0.210170 (0.05867) [ 3.58221]
DLNRGDPSA(-2)	-0.150872	25.35408	-1.564932	-0.071265	-0.130502	0.131323

	(0.18819)	(141.631)	(7.21932)	(0.14413)	(0.07949)	(0.06207)
	[-0.80171]	[ 0.17902]	[-0.21677]	[-0.49446]	[-1.64171]	[ 2.11556]
DLNRGDPSA(-3)	0.438229	88.32031	5.257327	0.224570	-0.109667	0.021356
	(0.18870)	(142.015)	(7.23891)	(0.14452)	(0.07971)	(0.06224)
	[ 2.32237]	[ 0.62191]	[ 0.72626]	[ 1.55393]	[-1.37587]	[ 0.34310]
DLNRGDPSA(-4)	0.115924	-19.20188	-1.647678	0.104027	0.053473	0.009983
	(0.19008)	(143.051)	(7.29172)	(0.14557)	(0.08029)	(0.06270)
	[ 0.60988]	[-0.13423]	[-0.22597]	[ 0.71461]	[ 0.66601]	[ 0.15922]
DLNRGDPSA(-5)	-0.104112	-105.3532	-2.378421	0.016061	-0.008072	0.078188
	(0.18446)	(138.824)	(7.07625)	(0.14127)	(0.07792)	(0.06084)
	[-0.56442]	[-0.75890]	[-0.33611]	[ 0.11369]	[-0.10360]	[ 1.28505]
DLNTUFESA(-1)	0.006276	148.7394	-9.167843	-0.094385	0.101275	0.411579
	(0.22907)	(172.396)	(8.78751)	(0.17543)	(0.09676)	(0.07556)
	[ 0.02740]	[ 0.86278]	[-1.04328]	[-0.53801]	[ 1.04667]	[ 5.44716]
DLNTUFESA(-2)	-0.548879	-97.64619	2.067953	-0.047021	-0.021824	0.128860
	(0.24874)	(187.200)	(9.54208)	(0.19050)	(0.10507)	(0.08205)
	[-2.20667]	[-0.52162]	[ 0.21672]	[-0.24683]	[-0.20771]	[ 1.57058]
DLNTUFESA(-3)	0.329341	136.0592	2.733800	0.117293	0.028988	-0.122607
	(0.24847)	(186.998)	(9.53178)	(0.19029)	(0.10495)	(0.08196)
	[ 1.32549]	[ 0.72760]	[ 0.28681]	[ 0.61638]	[ 0.27620]	[-1.49597]
DLNTUFESA(-4)	-0.295115	199.6603	1.062281	0.295917	-0.004355	0.028919
	(0.24049)	(180.992)	(9.22565)	(0.18418)	(0.10158)	(0.07933)
	[-1.22715]	[ 1.10315]	[ 0.11514]	[ 1.60667]	[-0.04288]	[ 0.36455]
DLNTUFESA(-5)	0.040897	123.6046	1.644038	0.065560	0.016101	0.235876
	(0.21264)	(160.032)	(8.15726)	(0.16285)	(0.08982)	(0.07014)
	[ 0.19233]	[ 0.77238]	[ 0.20154]	[ 0.40258]	[ 0.17926]	[ 3.36296]
C	-0.006431	17.04048	-0.312423	-0.016196	0.009215	0.000514
	(0.00892)	(6.71005)	(0.34203)	(0.00683)	(0.00377)	(0.00294)
	[-0.72125]	[ 2.53954]	[-0.91344]	[-2.37192]	[ 2.44687]	[ 0.17490]
D1	-0.013372	152.2250	1.822884	0.094807	-0.024664	0.026819
	(0.02620)	(19.7197)	(1.00517)	(0.02007)	(0.01107)	(0.00864)
	[-0.51036]	[ 7.71944]	[ 1.81351]	[ 4.72449]	[-2.22840]	[ 3.10298]
R-kare	0.618735	0.639463	0.230012	0.693953	0.255764	0.691912
Düzeltilmiş R-kare	0.556199	0.580328	0.103717	0.643755	0.133694	0.641379
Hata kareleri toplamı	0.276611	156675.4	407.0774	0.162244	0.049355	0.030096
Denklemler S.H.	0.038256	28.79184	1.467600	0.029299	0.016160	0.012619

F-testi	9.894117	10.81350	1.821234	13.82425	2.095220	13.69228
Log likelihood	424.9200	-1038.882	-381.0833	483.8727	615.3752	670.0325
Akaike AIC	-3.555837	9.691238	3.738310	-4.089346	-5.279413	-5.774049
Schwarz SC	-3.063795	10.18328	4.230352	-3.597304	-4.787372	-5.282008
Ort. Bağımlı Değiş.	-0.000332	62.40300	0.054996	0.033283	0.003263	0.038332
S.H. Bağımlı Değiş.	0.057426	44.44411	1.550190	0.049088	0.017362	0.021072
<hr/>						
Hata Terimi Kovaryans Determinantı (dof. adj.)	5.52E-11					
Hata Terimi Kovaryans Determinantı	2.16E-11					
Log Likelihood	832.1219					
Akaike Bilgi Kriteri	-5.792958					
Schwarz Kriteri	-2.840708					

**Tablo 6.6 Para Tabanı Modeli İkinci Dönem VAR Eviews 5.1 Çıktısı**

Dönem: 1987:08 – 2007:09						
Gözlem Sayısı: 242						
Parantez ( ) içindeki değerler standart hataları, köşeli [ ] parantez içindeki değerler t-değerlerini vermektedir.						
	DDLNPT	INTR	DDOLL	DLNEX	DLNRGDPSA	DLNTUFESA
DDLNPT(-1)	-0.966526 (0.06674) [-14.4830]	-105.8112 (48.7634) [-2.16989]	0.927907 (2.53327) [ 0.36629]	0.008447 (0.05265) [ 0.16044]	0.008601 (0.02782) [ 0.30916]	-0.018936 (0.02141) [-0.88457]
DDLNPT(-2)	-0.603334 (0.08877) [-6.79639]	-127.3219 (64.8663) [-1.96283]	-4.477851 (3.36982) [-1.32881]	-0.078192 (0.07003) [-1.11649]	-0.010498 (0.03701) [-0.28369]	-0.027597 (0.02848) [-0.96912]
DDLNPT(-3)	-0.399008 (0.09223) [-4.32604]	-103.4967 (67.3955) [-1.53566]	-7.674427 (3.50121) [-2.19194]	-0.095835 (0.07276) [-1.31705]	-0.011383 (0.03845) [-0.29607]	-0.028495 (0.02959) [-0.96313]
DDLNPT(-4)	-0.383552 (0.08735) [-4.39105]	-131.6007 (63.8257) [-2.06188]	-6.970734 (3.31575) [-2.10231]	-0.089936 (0.06891) [-1.30511]	0.003408 (0.03641) [ 0.09359]	-0.045296 (0.02802) [-1.61660]
DDLNPT(-5)	-0.234597 (0.06393) [-3.66986]	-106.3909 (46.7103) [-2.27768]	-2.752267 (2.42661) [-1.13420]	0.000421 (0.05043) [ 0.00835]	0.026072 (0.02665) [ 0.97839]	-0.030121 (0.02051) [-1.46893]
INTR(-1)	0.000167 (8.7E-05) [ 1.92734]	0.229598 (0.06339) [ 3.62221]	-0.001492 (0.00329) [-0.45306]	0.000499 (6.8E-05) [ 7.29544]	-0.000113 (3.6E-05) [-3.12153]	0.000119 (2.8E-05) [ 4.27188]
INTR(-2)	8.23E-05	0.361272	-0.005812	7.41E-05	-5.69E-05	4.42E-05

	(0.00011)	(0.07739)	(0.00402)	(8.4E-05)	(4.4E-05)	(3.4E-05)
	[ 0.77739]	[ 4.66793]	[-1.44550]	[ 0.88698]	[-1.28852]	[ 1.30205]
INTR(-3)	4.59E-06	-0.037735	-0.000791	-0.000277	0.000119	-3.46E-05
	(0.00011)	(0.08290)	(0.00431)	(9.0E-05)	(4.7E-05)	(3.6E-05)
	[ 0.04044]	[-0.45518]	[-0.18357]	[-3.09696]	[ 2.51104]	[-0.94976]
INTR(-4)	-1.61E-05	-0.139482	0.004111	0.000201	-1.10E-06	-1.47E-06
	(0.00011)	(0.07813)	(0.00406)	(8.4E-05)	(4.5E-05)	(3.4E-05)
	[-0.15034]	[-1.78535]	[ 1.01285]	[ 2.38283]	[-0.02458]	[-0.04282]
INTR(-5)	-3.77E-05	-0.019616	0.007516	-5.39E-05	-4.16E-05	-2.64E-05
	(0.00010)	(0.07366)	(0.00383)	(8.0E-05)	(4.2E-05)	(3.2E-05)
	[-0.37393]	[-0.26630]	[ 1.96427]	[-0.67800]	[-0.99078]	[-0.81604]
DDOLL(-1)	-0.004044	4.927477	0.023713	0.008764	0.000516	0.001601
	(0.00204)	(1.49010)	(0.07741)	(0.00161)	(0.00085)	(0.00065)
	[-1.98319]	[ 3.30681]	[ 0.30632]	[ 5.44758]	[ 0.60758]	[ 2.44726]
DDOLL(-2)	-0.002449	0.722625	0.188354	0.000565	0.000960	0.000657
	(0.00221)	(1.61783)	(0.08405)	(0.00175)	(0.00092)	(0.00071)
	[-1.10601]	[ 0.44666]	[ 2.24107]	[ 0.32372]	[ 1.03983]	[ 0.92459]
DDOLL(-3)	-0.002816	-3.478375	0.007419	-0.001146	-0.000429	0.000516
	(0.00221)	(1.61579)	(0.08394)	(0.00174)	(0.00092)	(0.00071)
	[-1.27362]	[-2.15274]	[ 0.08838]	[-0.65711]	[-0.46509]	[ 0.72766]
DDOLL(-4)	0.002304	3.336800	-0.236396	-0.006921	-0.000340	-0.001942
	(0.00225)	(1.64045)	(0.08522)	(0.00177)	(0.00094)	(0.00072)
	[ 1.02635]	[ 2.03408]	[-2.77390]	[-3.90744]	[-0.36314]	[-2.69721]
DDOLL(-5)	0.004703	-4.330101	-0.012752	0.003177	-0.001681	-0.000589
	(0.00222)	(1.62536)	(0.08444)	(0.00175)	(0.00093)	(0.00071)
	[ 2.11432]	[-2.66408]	[-0.15102]	[ 1.81024]	[-1.81264]	[-0.82489]
DLNEX(-1)	0.241618	-58.93001	5.582027	0.311017	-0.069740	0.025777
	(0.09840)	(71.9023)	(3.73534)	(0.07763)	(0.04102)	(0.03156)
	[ 2.45543]	[-0.81958]	[ 1.49438]	[ 4.00636]	[-1.70015]	[ 0.81665]
DLNEX(-2)	-0.066387	-12.96563	-2.134240	-0.185171	-0.066310	-0.031531
	(0.09907)	(72.3876)	(3.76055)	(0.07815)	(0.04130)	(0.03178)
	[-0.67013]	[-0.17911]	[-0.56753]	[-2.36928]	[-1.60570]	[-0.99224]
DLNEX(-3)	0.100917	-2.603490	1.653500	0.170020	0.030108	0.079833
	(0.09522)	(69.5739)	(3.61437)	(0.07512)	(0.03969)	(0.03054)
	[ 1.05988]	[-0.03742]	[ 0.45748]	[ 2.26341]	[ 0.75854]	[ 2.61384]

DLNEX(-4)	0.057419 (0.09330) [ 0.61543]	131.7863 (68.1730) [ 1.93312]	2.793662 (3.54159) [ 0.78881]	0.016362 (0.07360) [ 0.22230]	0.003554 (0.03889) [ 0.09137]	0.026084 (0.02993) [ 0.87156]
DLNEX(-5)	-0.062570 (0.07927) [-0.78933]	-27.54439 (57.9229) [-0.47554]	-1.974878 (3.00910) [-0.65630]	-0.151390 (0.06254) [-2.42079]	0.049847 (0.03304) [ 1.50848]	-0.004019 (0.02543) [-0.15806]
DLNRGDPSA(-1)	0.272596 (0.16979) [ 1.60550]	-339.0254 (124.065) [-2.73264]	0.683998 (6.44521) [ 0.10612]	0.343292 (0.13395) [ 2.56284]	-0.181558 (0.07078) [-2.56516]	0.206127 (0.05446) [ 3.78464]
DLNRGDPSA(-2)	-0.156365 (0.17900) [-0.87355]	43.24472 (130.795) [ 0.33063]	-0.812731 (6.79481) [-0.11961]	-0.011758 (0.14122) [-0.08327]	-0.109070 (0.07462) [-1.46172]	0.129322 (0.05742) [ 2.25227]
DLNRGDPSA(-3)	0.391717 (0.18308) [ 2.13955]	95.88392 (133.779) [ 0.71673]	4.382903 (6.94986) [ 0.63065]	0.187953 (0.14444) [ 1.30127]	-0.087620 (0.07632) [-1.14806]	0.015206 (0.05873) [ 0.25892]
DLNRGDPSA(-4)	0.061330 (0.18351) [ 0.33420]	-7.396954 (134.091) [-0.05516]	-1.580645 (6.96605) [-0.22691]	0.053679 (0.14477) [ 0.37078]	0.059812 (0.07650) [ 0.78187]	0.002271 (0.05887) [ 0.03859]
DLNRGDPSA(-5)	-0.093926 (0.17786) [-0.52809]	-110.1391 (129.962) [-0.84747]	-2.417554 (6.75152) [-0.35808]	0.068680 (0.14032) [ 0.48947]	0.006972 (0.07414) [ 0.09403]	0.074540 (0.05705) [ 1.30652]
DLNTUFESA(-1)	0.052210 (0.22328) [ 0.23383]	175.0847 (163.153) [ 1.07313]	-8.338659 (8.47580) [-0.98382]	-0.081259 (0.17615) [-0.46130]	0.108751 (0.09308) [ 1.16839]	0.414481 (0.07162) [ 5.78696]
DLNTUFESA(-2)	-0.598918 (0.24206) [-2.47426]	-98.70735 (176.873) [-0.55807]	-1.349510 (9.18857) [-0.14687]	-0.020198 (0.19096) [-0.10577]	-0.016210 (0.10091) [-0.16064]	0.132851 (0.07765) [ 1.71097]
DLNTUFESA(-3)	0.323036 (0.24233) [ 1.33306]	179.6354 (177.068) [ 1.01450]	3.224436 (9.19871) [ 0.35053]	0.054264 (0.19118) [ 0.28384]	0.034530 (0.10102) [ 0.34182]	-0.116417 (0.07773) [-1.49767]
DLNTUFESA(-4)	-0.278176 (0.23472) [-1.18512]	209.0743 (171.513) [ 1.21900]	1.483370 (8.91012) [ 0.16648]	0.317037 (0.18518) [ 1.71207]	-0.007171 (0.09785) [-0.07329]	0.033692 (0.07529) [ 0.44748]
DLNTUFESA(-5)	0.051534 (0.20662) [ 0.24942]	131.1507 (150.974) [ 0.86870]	0.448154 (7.84312) [ 0.05714]	0.062483 (0.16300) [ 0.38332]	0.024045 (0.08613) [ 0.27917]	0.238423 (0.06628) [ 3.59737]

C	-0.005405 (0.00716) [-0.75472]	12.07517 (5.23274) [ 2.30762]	-0.196432 (0.27184) [-0.72260]	-0.016149 (0.00565) [-2.85840]	0.006412 (0.00299) [ 2.14788]	-0.000141 (0.00230) [-0.06158]
D1	-0.012110 (0.02573) [-0.47058]	154.6185 (18.8034) [ 8.22290]	1.763278 (0.97684) [ 1.80508]	0.093664 (0.02030) [ 4.61366]	-0.023788 (0.01073) [-2.21756]	0.027706 (0.00825) [ 3.35639]
R-kare	0.610075	0.662130	0.203261	0.679147	0.239930	0.735070
Düzeltilmiş R-kare	0.552515	0.612254	0.085648	0.631782	0.127729	0.695962
Hata kareleri toplamı	0.300707	160554.7	433.3078	0.187157	0.052255	0.030942
Denklem S.H.	0.037841	27.65043	1.436444	0.029853	0.015774	0.012138
F-testi	10.59888	13.27553	1.728211	14.33885	2.138397	18.79559
Log likelihood	466.1743	-1129.575	-413.8669	523.5510	677.9247	741.3323
Akaike AIC	-3.588217	9.599792	3.684850	-4.062405	-5.338220	-5.862251
Schwarz SC	-3.126870	10.06114	4.146198	-3.601058	-4.876873	-5.400904
Ort. Bağımlı Değiş.	-0.000209	58.41162	0.051434	0.030127	0.003156	0.035618
S.H. Bağımlı Değiş.	0.056568	44.40464	1.502214	0.049197	0.016890	0.022014
Hata Terimi Kovaryans Determinantı (dof. adj.)		4.52E-11				
Hata Terimi Kovaryans Determinantı		1.93E-11				
Log Likelihood		924.8028				
Akaike Bilgi Kriteri		-6.056221				
Schwarz Kriteri		-3.288138				

**Tablo 6.7 M1 Modeli Birinci Dönem VAR Eviews 5.1 Çıktısı**

Dönem: 1987:06 – 2005:12						
Gözlem Sayısı: 223						
Parantez ( ) içindeki değerler standart hataları, köşeli [ ] parantez içindeki değerler t-değerlerini vermektedir.						
	DLNM1	INTR	DDOLL	DLNEX	DLNRGDPSA	DLNTUFESA
DLNM1(-1)	-0.613662 (0.08325) [-7.37100]	-52.70935 (31.2978) [-1.68412]	3.151214 (1.55907) [ 2.02121]	-0.007646 (0.03190) [-0.23971]	0.019641 (0.01713) [ 1.14678]	-0.003202 (0.01382) [-0.23178]
DLNM1(-2)	-0.246356 (0.09430) [-2.61239]	-68.25216 (35.4516) [-1.92522]	2.633333 (1.76599) [ 1.49114]	-0.041693 (0.03613) [-1.15404]	0.024377 (0.01940) [ 1.25654]	0.009110 (0.01565) [ 0.58216]
DLNM1(-3)	-0.078148 (0.09602) [-0.81388]	-46.18653 (36.0968) [-1.27952]	1.579794 (1.79813) [ 0.87858]	0.000777 (0.03679) [ 0.02113]	-0.008495 (0.01975) [-0.43003]	0.014797 (0.01593) [ 0.92867]

DLNM1(-4)	0.028748 (0.08361) [ 0.34386]	-14.83547 (31.4299) [-0.47202]	-1.144888 (1.56565) [-0.73125]	0.003331 (0.03203) [ 0.10399]	-0.010893 (0.01720) [-0.63331]	-0.004995 (0.01387) [-0.36002]
INTR(-1)	-3.38E-05 (0.00017) [-0.19326]	0.196340 (0.06566) [ 2.99002]	-0.001674 (0.00327) [-0.51179]	0.000509 (6.7E-05) [ 7.60573]	-0.000114 (3.6E-05) [-3.18284]	0.000134 (2.9E-05) [ 4.62178]
INTR(-2)	0.000421 (0.00022) [ 1.90739]	0.344740 (0.08295) [ 4.15581]	-0.005071 (0.00413) [-1.22719]	0.000101 (8.5E-05) [ 1.19976]	-6.95E-05 (4.5E-05) [-1.53096]	4.29E-05 (3.7E-05) [ 1.17083]
INTR(-3)	0.000136 (0.00021) [ 0.64200]	-0.010606 (0.07953) [-0.13335]	0.000922 (0.00396) [ 0.23263]	-0.000307 (8.1E-05) [-3.78204]	9.32E-05 (4.4E-05) [ 2.14109]	-6.25E-05 (3.5E-05) [-1.78157]
INTR(-4)	-3.16E-05 (0.00021) [-0.15003]	-0.125966 (0.07925) [-1.58953]	0.004215 (0.00395) [ 1.06769]	0.000133 (8.1E-05) [ 1.64483]	-2.40E-06 (4.3E-05) [-0.05544]	-8.07E-06 (3.5E-05) [-0.23068]
DDOLL(-1)	0.001251 (0.00455) [ 0.27478]	5.700478 (1.71087) [ 3.33193]	0.083887 (0.08523) [ 0.98429]	0.007606 (0.00174) [ 4.36229]	0.001110 (0.00094) [ 1.18540]	0.001649 (0.00076) [ 2.18409]
DDOLL(-2)	-0.008143 (0.00475) [-1.71271]	0.962481 (1.78730) [ 0.53851]	0.247758 (0.08903) [ 2.78278]	-0.000131 (0.00182) [-0.07168]	0.001123 (0.00098) [ 1.14841]	0.000689 (0.00079) [ 0.87308]
DDOLL(-3)	-0.009136 (0.00487) [-1.87633]	-4.433847 (1.83046) [-2.42226]	0.055387 (0.09118) [ 0.60743]	0.000477 (0.00187) [ 0.25554]	-0.000817 (0.00100) [-0.81565]	0.000675 (0.00081) [ 0.83571]
DDOLL(-4)	-0.000353 (0.00464) [-0.07620]	2.928887 (1.74275) [ 1.68062]	-0.318536 (0.08681) [-3.66921]	-0.007248 (0.00178) [-4.08092]	0.000280 (0.00095) [ 0.29398]	-0.002324 (0.00077) [-3.02074]
DLNEX(-1)	-0.031995 (0.21111) [-0.15156]	-52.72128 (79.3622) [-0.66431]	6.795223 (3.95335) [ 1.71885]	0.294956 (0.08088) [ 3.64696]	-0.072604 (0.04343) [-1.67173]	0.029138 (0.03503) [ 0.83175]
DLNEX(-2)	0.236700 (0.19847) [ 1.19264]	-54.18538 (74.6107) [-0.72624]	-7.488022 (3.71666) [-2.01472]	-0.146310 (0.07604) [-1.92425]	-0.062070 (0.04083) [-1.52021]	-0.021839 (0.03293) [-0.66310]
DLNEX(-3)	0.216416 (0.19439) [ 1.11331]	49.82008 (73.0775) [ 0.68174]	1.856956 (3.64029) [ 0.51011]	0.135642 (0.07447) [ 1.82137]	0.017971 (0.03999) [ 0.44936]	0.074222 (0.03226) [ 2.30088]

DLNEX(-4)	0.249028 (0.17160) [ 1.45117]	27.34907 (64.5119) [ 0.42394]	4.146153 (3.21360) [ 1.29019]	0.050319 (0.06574) [ 0.76538]	-0.014621 (0.03530) [-0.41416]	-0.001080 (0.02848) [-0.03791]
DLNRGDPSA(-1)	0.273192 (0.36318) [ 0.75222]	-310.4841 (136.532) [-2.27408]	-0.300157 (6.80121) [-0.04413]	0.381095 (0.13914) [ 2.73897]	-0.204659 (0.07472) [-2.73917]	0.213667 (0.06027) [ 3.54528]
DLNRGDPSA(-2)	0.598280 (0.37373) [ 1.60084]	10.47082 (140.497) [ 0.07453]	-0.787436 (6.99874) [-0.11251]	-0.108825 (0.14318) [-0.76006]	-0.117189 (0.07689) [-1.52420]	0.128216 (0.06202) [ 2.06739]
DLNRGDPSA(-3)	0.796171 (0.37616) [ 2.11655]	150.4936 (141.412) [ 1.06422]	4.284572 (7.04432) [ 0.60823]	0.237022 (0.14411) [ 1.64471]	-0.128914 (0.07739) [-1.66584]	0.026548 (0.06242) [ 0.42530]
DLNRGDPSA(-4)	0.358160 (0.37418) [ 0.95719]	-1.101081 (140.665) [-0.00783]	-3.133738 (7.00711) [-0.44722]	0.173893 (0.14335) [ 1.21306]	0.038321 (0.07698) [ 0.49782]	0.021217 (0.06209) [ 0.34169]
DLNTUFESA(-1)	-0.046988 (0.45842) [-0.10250]	293.1805 (172.334) [ 1.70124]	-10.63119 (8.58465) [-1.23839]	-0.098379 (0.17562) [-0.56017]	0.125588 (0.09431) [ 1.33168]	0.457828 (0.07607) [ 6.01838]
DLNTUFESA(-2)	-0.222669 (0.49435) [-0.45043]	-165.5463 (185.843) [-0.89078]	4.487007 (9.25762) [ 0.48468]	-0.050183 (0.18939) [-0.26497]	-0.020957 (0.10170) [-0.20606]	0.095327 (0.08204) [ 1.16203]
DLNTUFESA(-3)	-0.233760 (0.48235) [-0.48463]	172.3582 (181.331) [ 0.95052]	1.064241 (9.03285) [ 0.11782]	0.083489 (0.18479) [ 0.45180]	0.016312 (0.09923) [ 0.16438]	-0.070579 (0.08004) [-0.88176]
DLNTUFESA(-4)	0.060722 (0.42009) [ 0.14455]	253.0953 (157.926) [ 1.60262]	5.218550 (7.86693) [ 0.66335]	0.261623 (0.16094) [ 1.62558]	0.010378 (0.08642) [ 0.12009]	0.160455 (0.06971) [ 2.30170]
C	0.036432 (0.01723) [ 2.11475]	22.20076 (6.47648) [ 3.42791]	-0.302373 (0.32262) [-0.93724]	-0.014299 (0.00660) [-2.16650]	0.009035 (0.00354) [ 2.54923]	0.001974 (0.00286) [ 0.69051]
D1	0.039191 (0.05304) [ 0.73882]	145.6193 (19.9413) [ 7.30241]	1.712243 (0.99336) [ 1.72369]	0.090600 (0.02032) [ 4.45822]	-0.023027 (0.01091) [-2.11011]	0.024992 (0.00880) [ 2.83917]
R-kare	0.311315	0.614834	0.213191	0.670995	0.242853	0.665014
Düzeltilmiş R-kare	0.223919	0.565955	0.113342	0.629243	0.146768	0.622503

Hata kareleri toplamı	1.188370	167946.9	416.7504	0.174421	0.050295	0.032725
Denklem S.H.	0.077668	29.19798	1.454471	0.029755	0.015978	0.012889
F-testi	3.562099	12.57871	2.135140	16.07098	2.527486	15.64339
Log likelihood	267.2334	-1055.025	-386.1460	481.1872	619.8438	667.7645
Akaike AIC	-2.163528	9.695292	3.696377	-4.082397	-5.325954	-5.755736
Schwarz SC	-1.766280	10.09254	4.093625	-3.685148	-4.928705	-5.358487
Ort. Bağımlı Değiş.	0.042093	62.15836	0.058997	0.033309	0.003314	0.038321
S.H. Bağımlı Değiş.	0.088164	44.31854	1.544639	0.048868	0.017298	0.020977
<hr/>						
Hata Terimi Kovaryans Determinantı (dof. adj.)		2.20E-10				
Hata Terimi Kovaryans Determinantı		1.05E-10				
Log Likelihood		663.9136				
Akaike Bilgi Kriteri		-4.555279				
Schwarz Kriteri		-2.171787				

**Tablo 6.8 M1 Modeli İkinci Dönem VAR Eviews 5.1 Çıktısı**

Dönem: 198705 - 200709						
Gözlem Sayısı: 245						
Parantez ( ) içindeki değerler standart hataları, köşeli [ ] parantez içindeki değerler t-değerlerini vermektedir.						
	DLNM1	INTR	DDOLL	DLNEX	DLNRGDPSA	DLNTUFESA
DLNM1(-1)	-0.534161 (0.06821) [-7.83111]	-60.12456 (25.7296) [-2.33679]	3.599905 (1.32787) [ 2.71105]	0.034877 (0.02872) [ 1.21447]	0.013852 (0.01402) [ 0.98834]	0.001442 (0.01157) [ 0.12463]
DLNM1(-2)	-0.206502 (0.07572) [-2.72711]	-65.63464 (28.5632) [-2.29788]	2.301997 (1.47410) [ 1.56163]	-0.010227 (0.03188) [-0.32078]	0.015169 (0.01556) [ 0.97492]	0.011335 (0.01285) [ 0.88233]
DLNM1(-3)	-0.082114 (0.06970) [-1.17805]	-29.33927 (26.2929) [-1.11586]	0.575425 (1.35694) [ 0.42406]	-0.012558 (0.02935) [-0.42792]	-0.001490 (0.01432) [-0.10405]	0.007509 (0.01183) [ 0.63494]
INTR(-1)	-1.50E-05 (0.00016) [-0.09107]	0.210956 (0.06223) [ 3.38969]	-0.000940 (0.00321) [-0.29272]	0.000546 (6.9E-05) [ 7.86114]	-0.000106 (3.4E-05) [-3.13691]	0.000146 (2.8E-05) [ 5.22373]
INTR(-2)	0.000370 (0.00019) [ 1.99098]	0.277262 (0.07017) [ 3.95150]	-0.002970 (0.00362) [-0.82015]	0.000164 (7.8E-05) [ 2.09175]	-6.20E-05 (3.8E-05) [-1.62293]	4.05E-05 (3.2E-05) [ 1.28465]
INTR(-3)	0.000113 (0.00018) [ 0.62299]	0.005008 (0.06861) [ 0.07299]	0.002712 (0.00354) [ 0.76575]	-0.000317 (7.7E-05) [-4.14317]	8.11E-05 (3.7E-05) [ 2.16964]	-5.97E-05 (3.1E-05) [-1.93407]

DDOLL(-1)	0.002019 (0.00403) [ 0.50119]	4.370687 (1.51984) [ 2.87575]	0.127243 (0.07844) [ 1.62223]	0.009680 (0.00170) [ 5.70645]	0.000911 (0.00083) [ 1.10065]	0.001680 (0.00068) [ 2.45748]
DDOLL(-2)	-0.009317 (0.00436) [-2.13667]	0.851867 (1.64486) [ 0.51790]	0.179594 (0.08489) [ 2.11563]	-0.001033 (0.00184) [-0.56240]	0.000822 (0.00090) [ 0.91791]	0.000365 (0.00074) [ 0.49318]
DDOLL(-3)	-0.009892 (0.00419) [-2.36166]	-3.796044 (1.57996) [-2.40262]	0.001610 (0.08154) [ 0.01974]	-0.001584 (0.00176) [-0.89807]	-0.000653 (0.00086) [-0.75896]	0.000325 (0.00071) [ 0.45788]
DLNEX(-1)	-0.003956 (0.17889) [-0.02211]	21.93002 (67.4801) [ 0.32498]	4.267756 (3.48255) [ 1.22547]	0.226651 (0.07532) [ 3.00927]	-0.064873 (0.03676) [-1.76481]	0.038146 (0.03035) [ 1.25685]
DLNEX(-2)	0.188877 (0.17392) [ 1.08599]	-82.79399 (65.6050) [-1.26201]	-4.652006 (3.38578) [-1.37398]	-0.118882 (0.07322) [-1.62353]	-0.056911 (0.03574) [-1.59247]	-0.018448 (0.02951) [-0.62519]
DLNEX(-3)	0.273331 (0.15561) [ 1.75655]	33.95442 (58.6966) [ 0.57847]	-0.378422 (3.02925) [-0.12492]	0.085554 (0.06551) [ 1.30588]	0.015104 (0.03197) [ 0.47239]	0.032404 (0.02640) [ 1.22743]
DLNRGDPSA(-1)	0.362829 (0.32741) [ 1.10818]	-290.7270 (123.502) [-2.35402]	5.720654 (6.37377) [ 0.89753]	0.446817 (0.13785) [ 3.24141]	-0.192931 (0.06728) [-2.86772]	0.251313 (0.05555) [ 4.52430]
DLNRGDPSA(-2)	0.589844 (0.34171) [ 1.72617]	20.04548 (128.896) [ 0.15552]	1.766435 (6.65211) [ 0.26554]	-0.002456 (0.14387) [-0.01707]	-0.095087 (0.07021) [-1.35424]	0.160818 (0.05797) [ 2.77401]
DLNRGDPSA(-3)	0.731469 (0.34580) [ 2.11528]	234.2795 (130.441) [ 1.79606]	2.588815 (6.73184) [ 0.38456]	0.177808 (0.14559) [ 1.22129]	-0.114268 (0.07106) [-1.60813]	0.038462 (0.05867) [ 0.65559]
DLNTUFESA(-1)	0.011627 (0.42983) [ 0.02705]	329.5399 (162.138) [ 2.03247]	-10.78518 (8.36768) [-1.28891]	-0.137070 (0.18097) [-0.75742]	0.125674 (0.08832) [ 1.42290]	0.437114 (0.07292) [ 5.99410]
DLNTUFESA(-2)	-0.100256 (0.45922) [-0.21832]	-133.9399 (173.222) [-0.77323]	1.894294 (8.93974) [ 0.21190]	0.064924 (0.19334) [ 0.33580]	-0.003418 (0.09436) [-0.03622]	0.129632 (0.07791) [ 1.66388]
DLNTUFESA(-3)	-0.054156 (0.39489)	341.9056 (148.958)	9.041392 (7.68751)	0.286783 (0.16626)	0.023436 (0.08114)	0.034123 (0.06700)

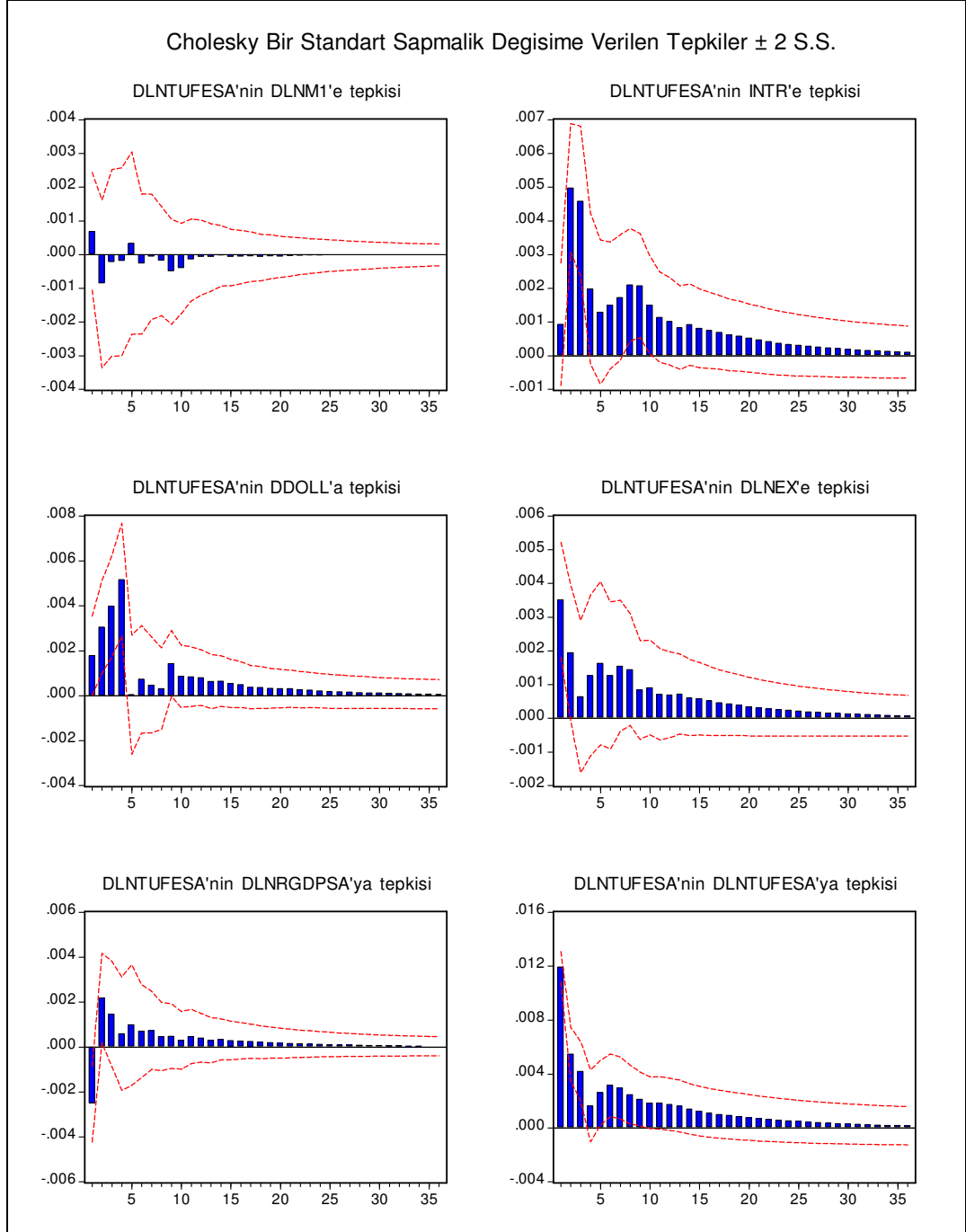
	[-0.13714]	[ 2.29531]	[ 1.17611]	[ 1.72491]	[ 0.28882]	[ 0.50933]
C	0.030325 (0.01309)	15.39920 (4.93823)	-0.190300 (0.25485)	-0.010568 (0.00551)	0.006830 (0.00269)	0.002424 (0.00222)
	[ 2.31639]	[ 3.11836]	[-0.74670]	[-1.91726]	[ 2.53879]	[ 1.09119]
D1	0.053749 (0.04923)	144.1639 (18.5718)	2.268534 (0.95846)	0.104193 (0.02073)	-0.024580 (0.01012)	0.030527 (0.00835)
	[ 1.09168]	[ 7.76250]	[ 2.36684]	[ 5.02646]	[-2.42960]	[ 3.65467]
R-kare	0.296092	0.618088	0.112287	0.611621	0.215878	0.684865
Düzeltilmiş R-kare	0.236650	0.585838	0.037325	0.578824	0.149663	0.658254
Hata kareleri toplamı	1.278881	181969.2	484.6635	0.226694	0.053998	0.036811
Denklemler S.H.	0.075392	28.43857	1.467672	0.031742	0.015492	0.012791
F-testi	4.981255	19.16532	1.497916	18.64898	3.260264	25.73582
Log likelihood	296.1310	-1157.406	-431.2090	508.0732	683.8180	730.7554
Akaike AIC	-2.254130	9.611477	3.683339	-3.984271	-5.418923	-5.802085
Schwarz SC	-1.968313	9.897294	3.969156	-3.698454	-5.133106	-5.516268
Ort. Bağımlı Değiş.	0.039362	58.16360	0.059444	0.030105	0.003206	0.035645
S.H. Bağımlı Değiş.	0.086290	44.18985	1.495853	0.048910	0.016800	0.021880
Hata Terimi Kovaryans Determinanı (dof. adj.)		2.15E-10				
Hata Terimi Kovaryans Determinanı		1.29E-10				
Log Likelihood		703.6742				
Akaike Bilgi Kriteri		-4.764687				
Schwarz Kriteri		-3.049785				

**EK-8****➤ Etki-Tepki Fonksiyonları (1. Dönem)****Tablo 6.9 Enflasyon Birikimli Etki-Tepki fonksiyonları (1. Dönem, M1 ile)**

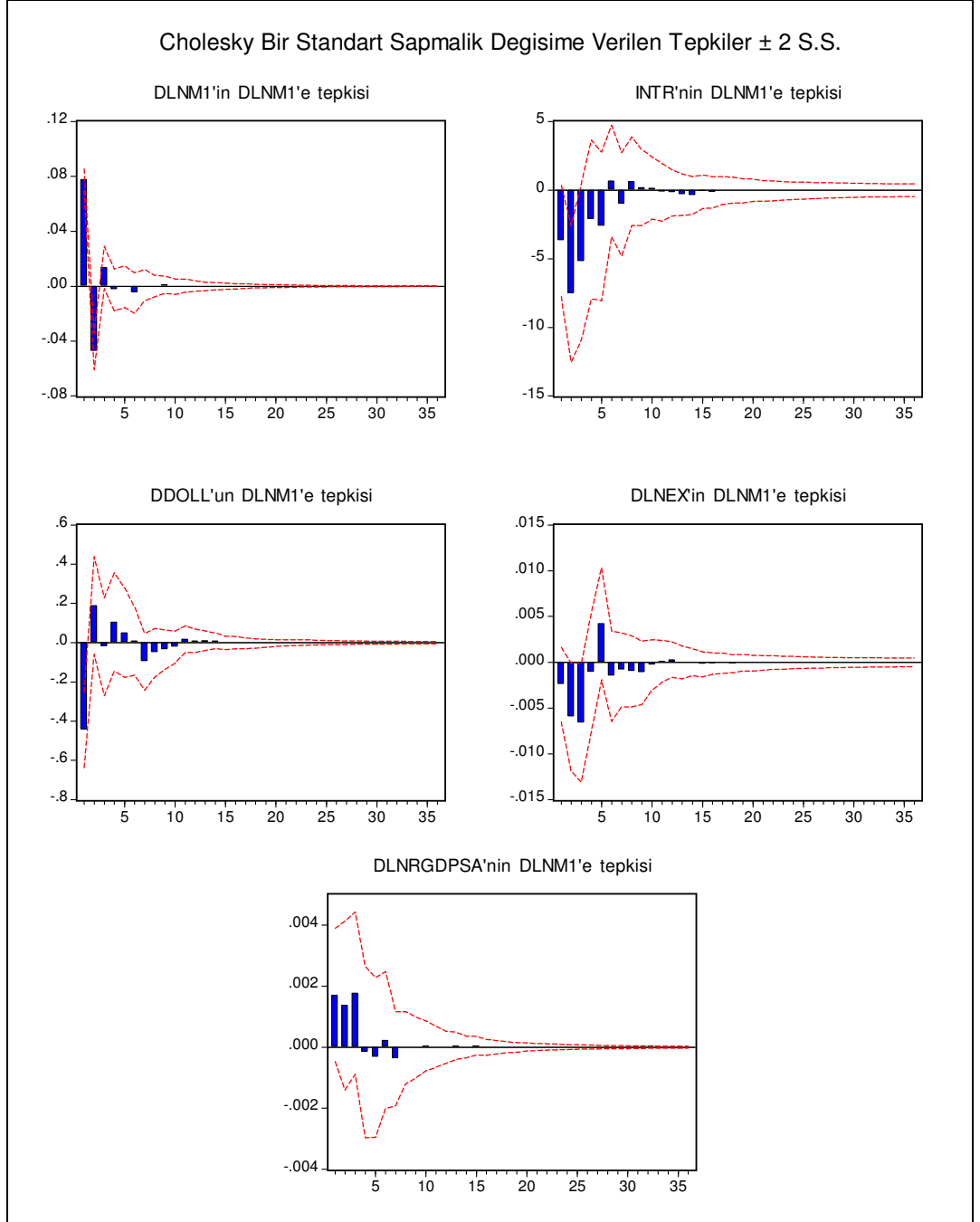
Dönem	DLNM1	INTR	DDOLL	DLNEX	DLNRGDPSA	DLNTUFESA
1	0.000694 (0.00086)	0.000932 (0.00089)	0.001786 (0.00088)	0.003515 (0.00085)	-0.002537 (0.00083)	0.011949 (0.00059)
2	-0.000172 (0.00171)	0.005907 (0.00162)	0.004845 (0.00157)	0.005456 (0.00153)	-0.000353 (0.00152)	0.017420 (0.00124)
3	-0.000418 (0.00263)	0.010492 (0.00237)	0.008837 (0.00227)	0.006097 (0.00229)	0.001112 (0.00223)	0.021612 (0.00196)
4	-0.000629 (0.00357)	0.012480 (0.00306)	0.014008 (0.00304)	0.007367 (0.00316)	0.001714 (0.00294)	0.023261 (0.00271)
5	-0.000288 (0.00438)	0.013778 (0.00367)	0.014064 (0.00387)	0.009002 (0.00406)	0.002699 (0.00373)	0.025874 (0.00343)
6	-0.000570 (0.00501)	0.015272 (0.00421)	0.014801 (0.00459)	0.010269 (0.00489)	0.003403 (0.00440)	0.029045 (0.00421)
12	-0.002003 (0.00828)	0.024840 (0.00736)	0.019557 (0.00773)	0.016417 (0.00885)	0.006287 (0.00756)	0.042072 (0.00908)
24	-0.002769 (0.01182)	0.032181 (0.01256)	0.024358 (0.01246)	0.021542 (0.01427)	0.008897 (0.01158)	0.053499 (0.01809)
36	-0.003036 (0.01345)	0.034515 (0.01643)	0.025844 (0.01552)	0.023128 (0.01838)	0.009716 (0.01415)	0.057046 (0.02595)

Cholesky Sıralaması: DLNM1 INTR DDOLL DLNEX DLNRGDPSA DLNTUFESA  
Parantez içindeki değerler standart hatalardır.

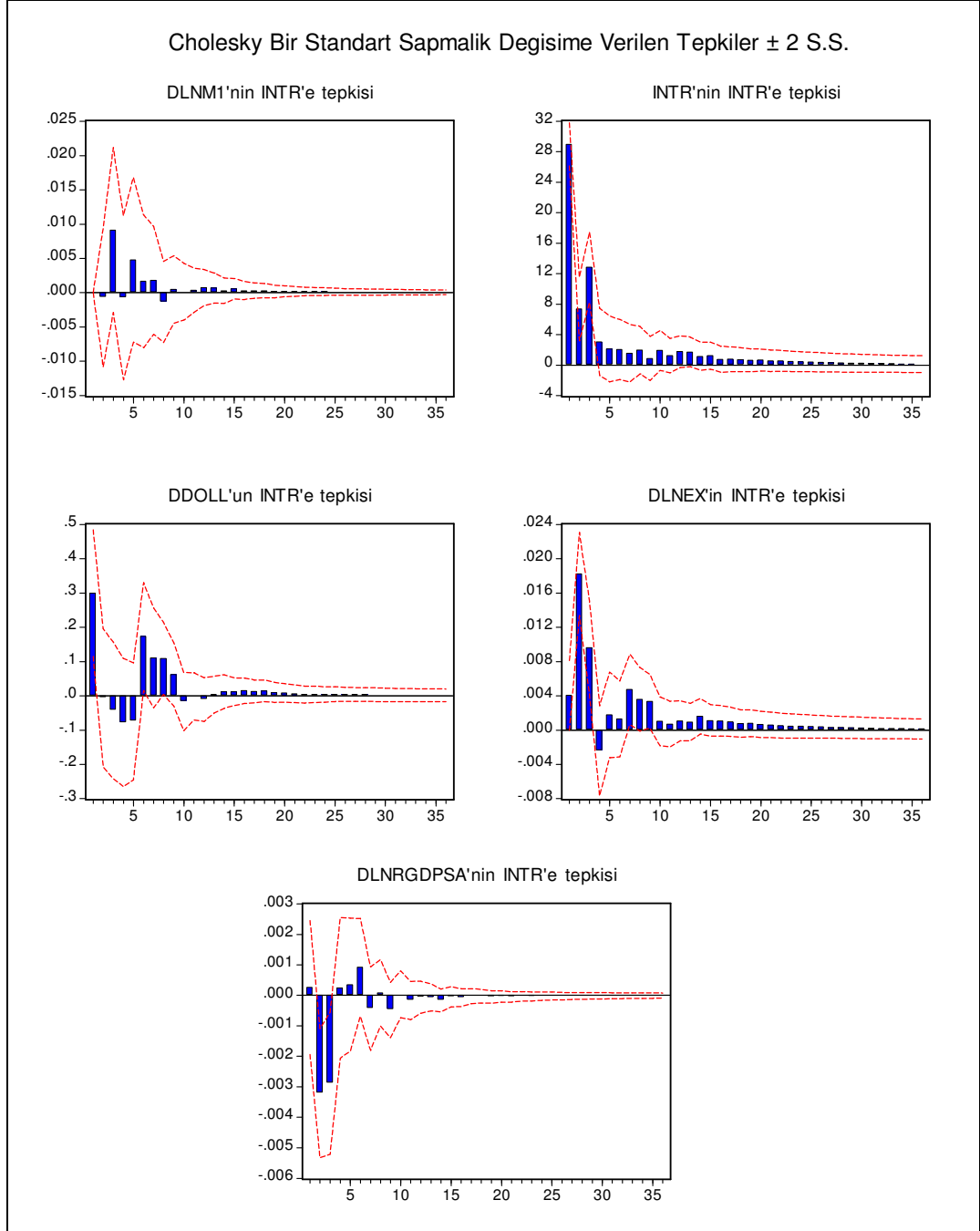
**Grafik 6.2 Diğer Değişkenlere Verilen 1 Standart Sapmalı Şoka Enflasyonun Verdiği Dönemlik Tepkiler (1. Dönem, M1)**



**Grafik 6.3 Diğer Değişkenlerin 1 Standart Sapmalı Parasal Şoka Dönemlik Tepkileri (1. Dönem, M1)**



**Grafik 6.4 Diğer Değişkenlerin 1 Standart Sapmalı Faiz Şokuna Dönemlik Tepkileri (1. Dönem, M1)**



➤ **Varyans Ayrıştırması (1. Dönem)**

**Tablo 6.10 Enflasyon Varyans Ayrıştırması (1. Dönem, M1 ile)**

Period	S.E.	DLNM1	INTR	DDOLL	DLNEX	DLNRGDPSA	DLNTUFESA
1	0.077668	0.289819	0.522791	1.921026	7.435666	3.873745	85.95695
2	0.091210	0.514370	10.69932	5.240372	6.733085	4.678906	72.13394
3	0.093552	0.435592	15.72527	9.602938	5.574401	4.501542	64.16026
4	0.093702	0.402524	15.23840	16.63135	5.464963	4.130130	58.13264
5	0.094165	0.421881	15.18437	16.03948	6.046523	4.264533	58.04321
6	0.094357	0.426288	15.17082	15.52044	6.240722	4.224470	58.41727
12	0.094573	0.486789	16.92394	14.40294	7.033065	3.983066	57.17021
24	0.094598	0.473992	17.17669	14.16220	7.231796	3.923652	57.03168
36	0.094600	0.473138	17.20604	14.13877	7.248918	3.918433	57.01469

Cholesky Sıralaması: DLNM1 INTR DDOLL DLNEX DLNRGDPSA DLNTUFESA

**Tablo 6.11 M1 Parasal Büyüme Varyans Ayrıştırması (1. Dönem, M1 ile)**

Period	S.E.	DLNM1	INTR	DDOLL	DLNEX	DLNRGDPSA	DLNTUFESA
1	0.077668	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.091210	99.72364	0.005979	0.005601	0.028692	0.232301	0.003790
3	0.093552	96.88139	0.960743	1.148384	0.281781	0.658134	0.069570
4	0.093702	96.65307	0.963796	1.148608	0.282254	0.880812	0.071462
5	0.094165	95.70636	1.214137	1.511124	0.458631	1.028908	0.080835
6	0.094357	95.59918	1.240396	1.566057	0.476426	1.036569	0.081371
12	0.094573	95.18246	1.302447	1.789085	0.500411	1.052948	0.172647
24	0.094598	95.13414	1.316680	1.794102	0.505198	1.053665	0.196212
36	0.094600	95.12981	1.317703	1.794448	0.505660	1.053742	0.198641

Cholesky Sıralaması: DLNM1 INTR DDOLL DLNEX DLNRGDPSA DLNTUFESA

**Tablo 6.12: Faiz Oranı Varyans Ayrıştırması (1. Dönem, M1 ile)**

Period	S.E.	DLNM1	INTR	DDOLL	DLNEX	DLNRGDPSA	DLNTUFESA
1	0.077668	1.609228	98.39077	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.091210	6.601126	83.24455	6.075831	0.007128	2.927462	1.143904
3	0.093552	7.705828	83.04738	5.693599	0.028332	2.513318	1.011539
4	0.093702	7.900211	82.05501	5.579805	0.069856	2.468019	1.927098
5	0.094165	7.845923	76.60170	9.764884	0.167607	2.311411	3.308477
6	0.094357	7.723705	75.40644	9.616626	0.610004	2.273602	4.369624
12	0.094573	7.247900	70.75510	11.49159	1.188219	2.315370	7.001822
24	0.094598	7.105315	69.73580	11.45181	1.387028	2.319334	8.000712
36	0.094600	7.090919	69.63672	11.44802	1.406520	2.320354	8.097469

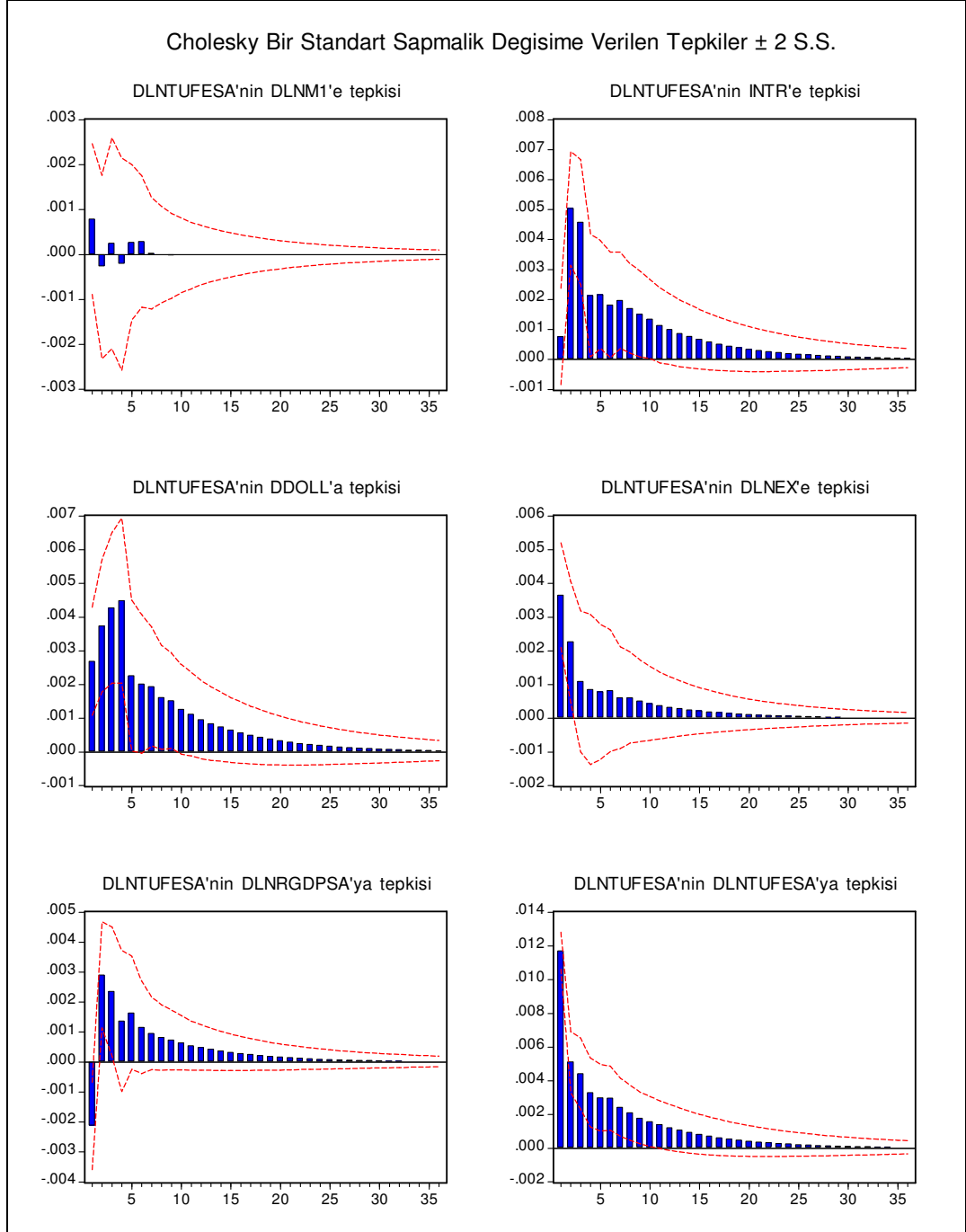
Cholesky Sıralaması: DLNM1 INTR DDOLL DLNEX DLNRGDPSA DLNTUFESA

➤ *Etki-Tepki Fonksiyonları (2. Dönem)*

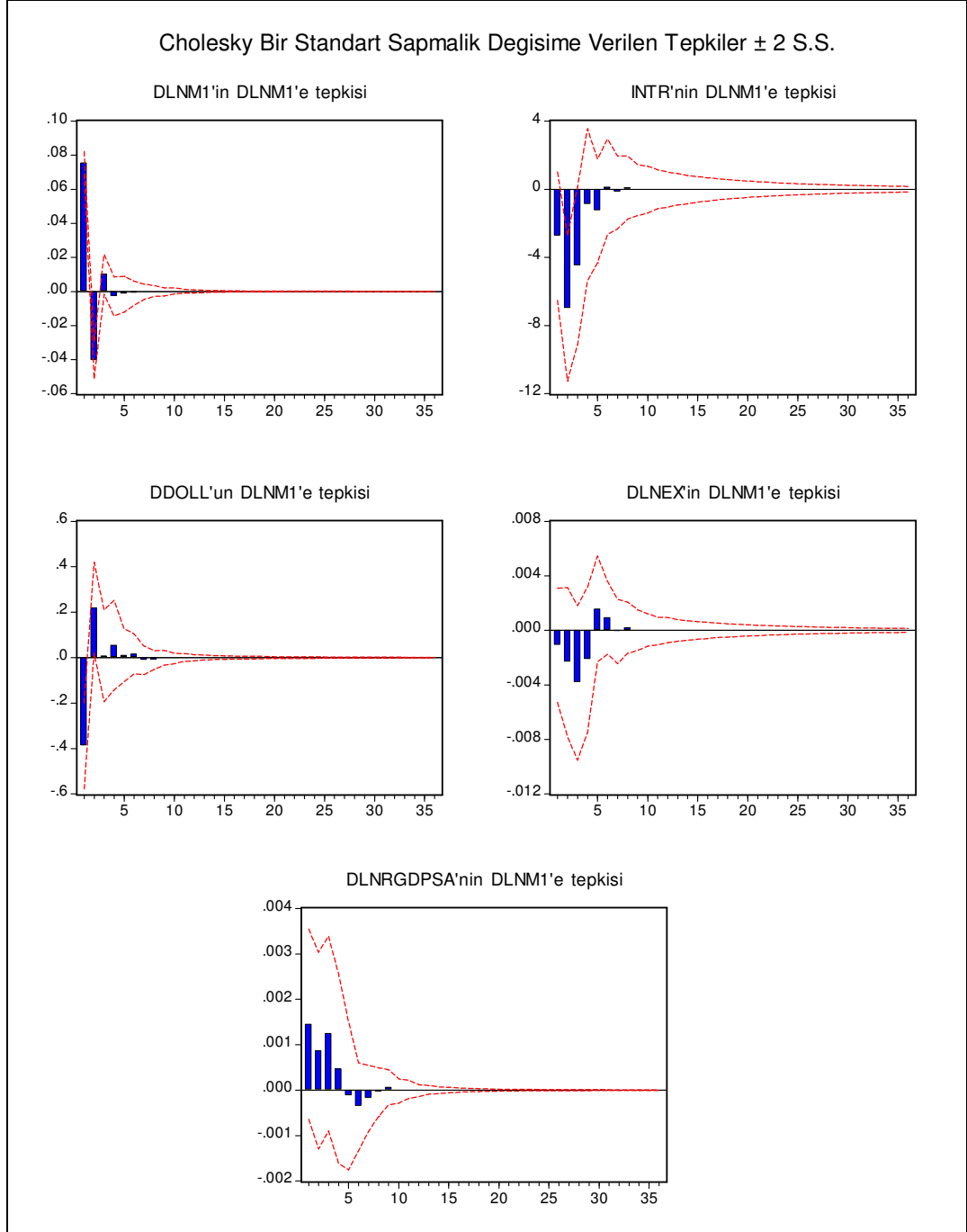
**Tablo 6.13 Enflasyon Birikimli Etki-Tepki fonksiyonları (2. Dönem, M1 ile)**

Dönem	DLNM1	INTR	DDOLL	DLNEX	DLNRGDPSA	DLNTUFESA
1	0.000793 (0.00083)	0.000769 (0.00087)	0.002691 (0.00085)	0.003650 (0.00078)	-0.002130 (0.00076)	0.011717 (0.00054)
2	0.000517 (0.00155)	0.005810 (0.00159)	0.006427 (0.00151)	0.005917 (0.00139)	0.000776 (0.00132)	0.016838 (0.00117)
3	0.000773 (0.00237)	0.010394 (0.00234)	0.010706 (0.00225)	0.007008 (0.00209)	0.003131 (0.00201)	0.021257 (0.00191)
4	0.000558 (0.00317)	0.012527 (0.00302)	0.015194 (0.00310)	0.007859 (0.00291)	0.004503 (0.00278)	0.024553 (0.00264)
5	0.000829 (0.00378)	0.014691 (0.00369)	0.017458 (0.00395)	0.008644 (0.00372)	0.006143 (0.00342)	0.027535 (0.00342)
6	0.001121 (0.00441)	0.016511 (0.00436)	0.019479 (0.00478)	0.009463 (0.00447)	0.007302 (0.00401)	0.030501 (0.00417)
12	0.001071 (0.00691)	0.025179 (0.00799)	0.027894 (0.00866)	0.012342 (0.00763)	0.011485 (0.00652)	0.041018 (0.00819)
24	0.001014 (0.00906)	0.030802 (0.01244)	0.033334 (0.01324)	0.014200 (0.01045)	0.014207 (0.00920)	0.047921 (0.01392)
36	0.001002 (0.00989)	0.031948 (0.01466)	0.034442 (0.01565)	0.014577 (0.01157)	0.014761 (0.01051)	0.049324 (0.01722)
Cholesky Sıralaması: DLNM1 INTR DDOLL DLNEX DLNRGDPSA DLNTUFESA Paranetez içindeki değerler standart hatalardır.						

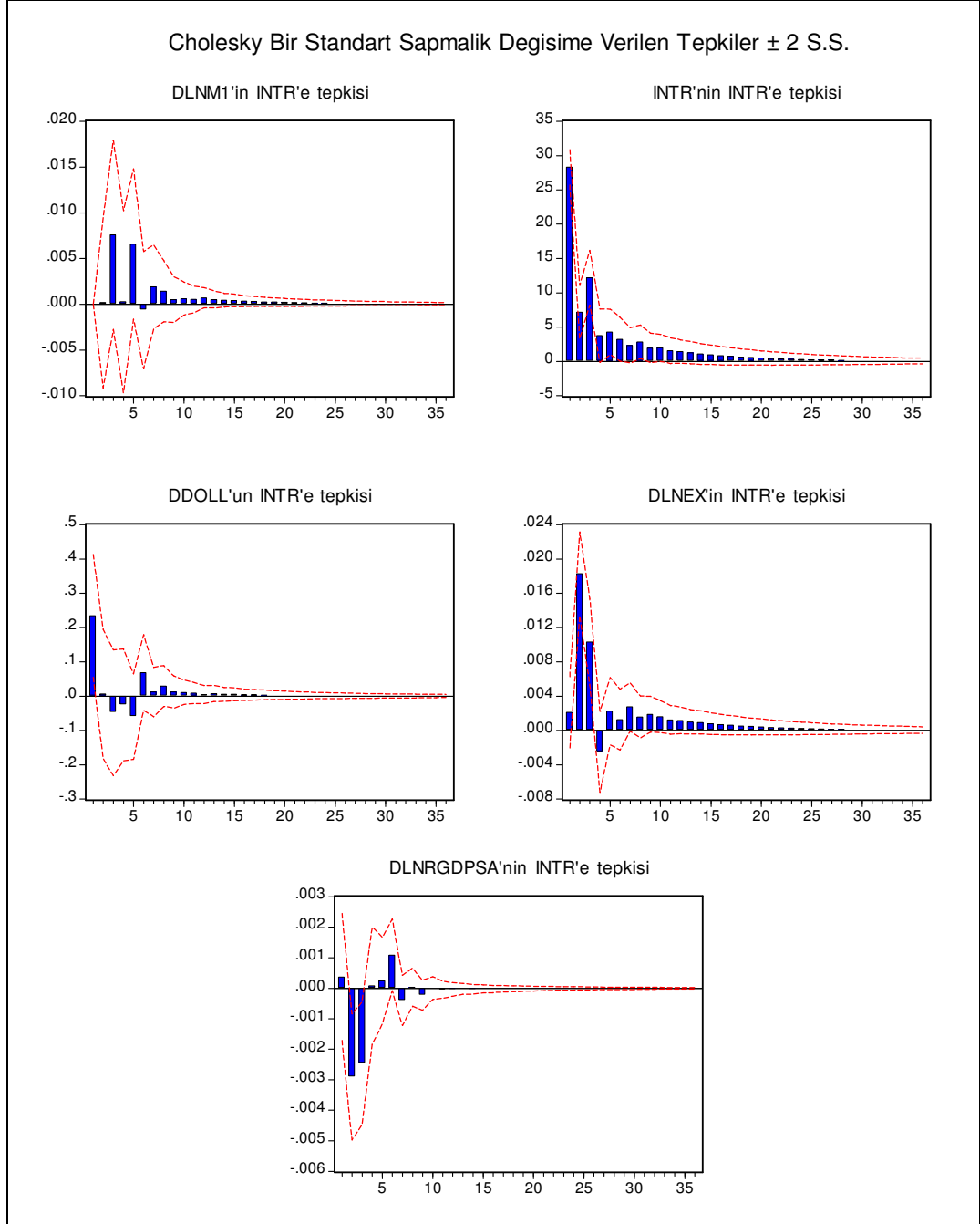
**Grafik 6.5 Diğer Değişkenlere Verilen 1 Standart Sapmalı Şoka Enflasyonun Verdiği Dönemlik Tepkiler (2. Dönem, M1)**



**Grafik 6.6 Diğer Değişkenlerin 1 Standart Sapmalı Parasal Şoka Dönemlik Tepkileri (2. Dönem, M1)**



**Grafik 6.7 Diğer Değişkenlerin 1 Standart Sapmalı Faiz Şokuna Dönemlik Tepkileri (2. Dönem, M1)**



➤ *Varyans Ayrıştırması (2. Dönem, M1 ile)*

**Tablo 6.14 Enflasyon Varyans Ayrıştırması (2. Dönem, M1 ile)**

Period	S.E.	DLNM1	INTR	DDOLL	DLNEX	DLNRGDPSA	DLNTUFESA
1	0.075392	0.383927	0.361017	4.427441	8.142037	2.773901	83.91168
2	0.085778	0.289819	10.70979	8.728494	7.600593	5.346318	67.32499
3	0.087767	0.249378	15.23969	12.80524	6.369466	6.006677	59.32954
4	0.088003	0.235273	14.87278	17.20461	5.876504	5.887192	55.92365
5	0.088679	0.241117	15.25177	17.56399	5.691479	6.264311	54.98733
6	0.088760	0.251781	15.38716	17.78970	5.595836	6.315207	54.66032
12	0.088914	0.223804	16.65546	18.61928	5.293130	6.300943	52.90739
24	0.088938	0.217897	16.91514	18.78144	5.228834	6.297832	52.55886
36	0.088939	0.217659	16.92569	18.78805	5.226233	6.297718	52.54464

Cholesky Sıralaması: DLNM1 INTR DDOLL DLNEX DLNRGDPSA DLNTUFESA

**Tablo 6.15 M1 Parasal Büyüme Varyans Ayrıştırması (2. Dönem, M1 ile)**

Period	S.E.	DLNM1	INTR	DDOLL	DLNEX	DLNRGDPSA	DLNTUFESA
1	0.075392	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.085778	99.51283	0.000449	0.067932	0.005088	0.413447	0.000252
3	0.087767	96.37684	0.747097	1.875119	0.213319	0.775411	0.012217
4	0.088003	95.97348	0.744137	1.871454	0.393633	0.929615	0.087683
5	0.088679	94.54627	1.282420	2.135157	0.479205	1.450930	0.106020
6	0.088760	94.38926	1.285216	2.204259	0.513087	1.465214	0.142964
12	0.088914	94.06663	1.370816	2.300829	0.519346	1.494965	0.247414
24	0.088938	94.01634	1.384205	2.313153	0.520735	1.497374	0.268190
36	0.088939	94.01424	1.384766	2.313656	0.520788	1.497480	0.269073

Cholesky Sıralaması: DLNM1 INTR DDOLL DLNEX DLNRGDPSA DLNTUFESA

**Tablo 6.16 Faiz Oranı Varyans Ayrıştırması (2. Dönem, M1 ile)**

Period	S.E.	DLNM1	INTR	DDOLL	DLNEX	DLNRGDPSA	DLNTUFESA
1	0.075392	0.933280	99.06672	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.085778	5.558510	83.93055	5.947293	0.495163	2.601334	1.467155
3	0.087767	6.399800	83.52555	5.909557	0.475980	2.445760	1.243356
4	0.088003	6.198260	81.17163	5.678526	0.660807	2.444096	3.846680
5	0.088679	6.072677	79.30721	6.578665	0.636990	2.391056	5.013406
6	0.088760	5.913353	77.98661	6.484730	0.669360	2.467519	6.478431
12	0.088914	5.495688	74.23466	7.916998	0.795690	2.689774	8.867190
24	0.088938	5.404804	73.44813	8.189625	0.830366	2.747305	9.379769
36	0.088939	5.401095	73.41587	8.201004	0.831771	2.749672	9.400583

Cholesky Sıralaması: DLNM1 INTR DDOLL DLNEX DLNRGDPSA DLNTUFESA

## ÖZGEÇMİŞ

27/03/1982 tarihinde Diyarbakır'da doğdum. İlkokul eğitimimi 1988 ve 1993 yılları arasında Diyarbakır'da Cemil Özgür İlkokulu'nda tamamladım. Daha sonra 1993 ve 2000 yılları arasında Diyarbakır Anadolu Lisesi'nde üniversite öncesi eğitimimi tamamladım.

2000 yılında Akdeniz Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesine bağlı İktisat Bölümünü kazandım. Hazırlık ve birinci sınıfı adı geçen okulda tamamladıktan sonra, ikinci sınıfta yatay geçişle Ege Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümüne geçtim. Lisans eğitimimi 2005 yılında Ege Üniversitesi'nde tamamlayarak, iktisat bölümünden mezun olmaya hak kazandım. Mezuniyetin ardından aynı yıl Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalında açılan yüksek lisans sınavını kazanarak yüksek lisans eğitimime başladım. 13/08/2008 tarihi itibari ile danışmanım sayın Doç. Dr. R. Funda BARBAROS ile birlikte "Enflasyon Hedeflemesi: Türkiye Deneyimi" konulu yüksek lisans tezimi tamamladım.

Yüksek lisans eğitimim süresince, çeşitli bilimsel faaliyetlerde de bulundum. Danışmanım sayın Doç. Dr. R. Funda BARBAROS ile birlikte, Türkiye Ekonomi Kurumu tarafından 11-13 Eylül 2006 tarihinde düzenlenen Uluslararası Ekonomi Konferansına katılarak, "Türkiye'de Finansal Serbestleştirmenin Makroekonomik Etkileri" konulu bir tebliğ sunduk. Buarada, konusu "Türkiye'nin Avrupa Birliği'ne Ekolojik Ürünler İhracatının Talep Tahmini, Rekabet Gücü ve İhracat Performansı" olan ve TUBİTAK Sosyal ve Beşeri Araştırmalar Grubu (SOBAG) kapsamında yürütülen 7 ay süreli projede proje asistanı olarak görev yaptım. Ayrıca, EBİLTEM (Ege Üniversitesi Bilim Teknoloji Uygulama ve Araştırma Merkezi), TURKCELL ve Bilgi Üniversitesi İşbirliği ile 13-14 Aralık 2007 tarihlerinde İzmir Atatürk Kültür Merkezi'nde düzenlenmiş olan "Inno-Venture 2007 PROJE PAZARI" adlı etkinlikte, proje asistanı olarak görev yaptığım TUBİTAK projemizin poster sunumunu hazırladım. Bunlara ilaveten, AEA (American Economic Association)'nın dünya çapındaki ekonomik literatürünün elektronik bibliyografyası olan *Econlit (Journal of Economic*

*Literature*)’te endekslenen *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi* adlı aylık ekonomi dergisinin Haziran 2007 tarihli 20. sayısında sayın danışmanım ile birlikte yazdığımız “Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi” konulu yayınlanmış bir makalemiz bulunmaktadır.

## ENFLASYON HEDEFLEMESİ: TÜRKİYE DENEYİMİ

### ÖZET

Bu çalışma üç amaç çerçevesinde hazırlanmıştır. Birincisi, enflasyon hedeflemesinin (EH) teknik ve uygulama özellikleri ve önkoşulları, rejimi açıkça benimsemiş 24 ülke uygulamasından da örnekler vererek irdelenmeye çalışılmıştır. İkincisi, iktisat yazınında son zamanlarda yaşanan ve araştırmalara konu olan rejimin uygulanmasının uygulayıcı ülkeler açısından pozitif bir fark yaratıp yaratmadığı tartışması ele alınmıştır. Bu kapsamda, 38 ülkenin ekonomideki temel birtakım göstergelere ilişkin verileri kullanılarak, rejimin makroekonomik performans üzerindeki etkileri istatistiksel olarak analiz edilmeye çalışılmıştır. Son olarak, 2006 yılı başında açıkça EH'ni benimseyen Türkiye'de rejime geçiş süreci ve rejimin önkoşullarına uyum düzeyi incelenmiştir. Ayrıca, önkoşullardan birini oluşturan ve para politikası araçları ile enflasyon arasında istikrarlı ve öngörülebilir bir ilişki olmasını gerektiğini belirten husus, 1987-2005 ve 1987-2007 dönemleri için aylık veriler kullanılarak 6 değişkenden oluşan vektör otoregresyon (VAR) modeli kapsamında ekonometrik olarak sınanmıştır.

İkinci amaç kapsamında elde edilen analiz bulgularına göre, EH gerek enflasyon düzeyi ve enflasyondaki oynaklık gerekse enflasyonist atalet açısından hedefleyici ülkelere olumlu katkı yapmış, ancak incelenen dönemde hedefleme yapmayan ülkeler grubunda da aynı olumlu gelişmelerin yaşandığı görülmüştür. Diğer taraftan hedefleme stratejisinin, reel çıktıdaki büyüme ve oynaklık açısından ve kurlarda da oynaklık açısından ise, hedefleme yapan ülkeler lehine pozitif katkı yaptığı görülmüştür.

Çalışmanın Türkiye analizi bölümünde elde edilen sonuçlara göre; 2001 sonrası süreçte merkez bankası bağımsızlığının sağlandığı, şeffaflık, hesap verebilirlik ve iletişim politikalarında ciddi bir iyileşme sağlandığı ve mali baskınlığın da kayda değer ölçüde düşürüldüğü görülmüştür. Bununla birlikte, finansal derinleşmede görece bir ilerlemenin kaydedildiği, ancak bunun yeterli olmadığı ve dolarizasyonun da ciddi ölçüde düşmekle birlikte hala yüksek olduğu görülmüştür. Döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisinin de, aynı şekilde dalgalı kur rejimine geçiş sonrası düşmekle birlikte, bu düşüşün ihtiyatla

karşılanması gerektiği görülmüştür.

VAR analizi sonuçlarına göre ise, Türkiye’de enflasyon oranının, çok büyük bir oranda kendisinde meydana gelen artışlardan ve ayrıca beklenenden daha zayıf tespit edilmekle birlikte ulusal paradaki gelecekteki bir devalüasyon beklentisi, para ikamesi artışı ve faiz oranı artışından önemli ölçüde etkilenebileceği görülmüştür. Diğer taraftan, parasal büyümenin enflasyona ilişkin öngörü yapılmasına olanak tanımaması ve fiyat sorunsalı durumuyla karşılaşılması, Türkiye’de salt faiz ile oynayarak enflasyonla mücadele etmenin pek de kolay olmadığını göstermektedir. Sonuçta, para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkinin tam olarak istikrarlı ve öngörülebilir olduğundan bahsetmek de güçtür. Ampirik analizin yüksek enflasyonist atalet bulgusunu da hesaba katarsak, TCMB’nın enflasyonu kontrol altında tutabilmesinde en önemli noktanın, enflasyonist bekleyişlerin kırılması gerektiği ortaya çıkmaktadır.

## **INFLATION TARGETING: THE CASE OF TURKEY**

### **ABSTRACT**

This thesis prepared in the context of three aims. Firstly, it is tried to be scrtunized the all technical and operational issues and preconditions of inflation targeting (IT) by giving examples of 24 country implementations adopting the IT explicitly. Secondly, it is dealt with a discussion recently come into question in economics literature and handled in some researchs of whether the IT regime makes a positive difference in favour of targeting countries with the adoption of IT. In this sense, the effects of IT on macroeconomic performance are tried to be statistically analyzed by utilizing data related to the some principal economic indicators of 38 country. Finally, adopting the IT explicitly at the beginning of the year 2006, Turkey's process of transtion to the regime and its adjustment level to the IT preconditions are examined in a detailed framework. Additionally, the issue composing one of the preconditions of IT and embodying an existence of a stable and predictable relationship between inflation and monetary policy tools to have to be is econometrically tested for the period 1987-2005 and 1987-2007 based on monthly data by using a vector otoregression (VAR) model consisting of 6 variable.

The analysis results attained in the context of second aim show us that whether in terms of level of inflation or volatility on inflation or inflation inertia, IT regime makes a positive contribution to the targeting countries, but it is also found that the same favourable developments has been recorded for the non-targeting countries for the analyzed period too. On the other hand, it is another finding of the analysis is that targeting strategy makes a positive contribution in favour of targeting countries in terms of both growth and volatility on real output and just volatility on exchange rates.

According to the findings of the chapter related to the Turkey analysis show us that in the process following the year 2001 central bank independence has been satisfied, and there has been a serious progress in areas of transparency, accountability and communication policies. There has also been a remarkable reduction in fiscal dominance.

It is also found that although it has been recorded a relative improvement in financial deepening, it has not been satisfactory and despite the serious comedown in dollarization it is still in high levels. Similarly, in spite of the fact that exchange rate pass-through effects to prices has declined after adopting the floating exchange rate regime, this declining has to be evaluated prudently.

The conducted tests based on VAR analysis have shown that inflation in Turkey may be seriously triggered by mostly increments in itself and also with weaker than expected a devaluation expectation of the national currency in the future, rise in currency substitution and interest rate. However, as another findings that the monetary growth does not make inflation possible to foresee and that we confront with the price puzzle case suggest that it is not so easy to struggle with inflation using exclusively the short-term nominal interest rate. Eventually, it is also difficult to mention that the relationship between monetary policy tools and inflation is precisely stable and predictable. By also taking into consideration the high inflation inertia finding of empirical analysis, it is obviously revealed that the most critical point for the Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT) to maintain the inflation under control is to break inflation expectations for the future.